Informe de Estrategia

Perspectivas 2017

El ciclo gana solidez. Tiempo de bolsas. *Sell in May and go away?*

Índice

Resumen 3

Síntesis de estimaciones 4

1.- Perspectiva Global 6

2.- España y Portugal 30

3.- Ideas de inversión: asignación de activos 42

4.- Temática trimestral 65

4.1.- Entendiendo el Petróleo. Contango vs Backwardation

4.2.- Comienza la era Trump. Principales implicaciones.

ANEXO I: España, cifras históricas y estimaciones - Detalle. 69

ANEXO II: Ratios de compañías, Ibex-35 y EuroStoxx-50. 71

ANEXO III: Fondos de Inversión, Lista de Convicción 74

Equipo de Análisis y Asesoramiento

Ramón Forcada
Jesús Amador
Ana de Castro
Belén San José
Arancha Bueno
Joao Pisco
Eva del Barrio
Ana Achau (Asesoramiento)
Rafael Alonso
Ramón Carrasco
Esther Gutiérrez de la Torre

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Disclaimer-Aviso Legal

Los informes del departamento de Análisis de Bankinter, S.A.(en adelante "Bankinter") se realizan con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión de los mismos. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien Bankinter no garantiza la seguridad de las mismas. Los informes reflejan tan solo la opinión del departamento, y están sujetas a cambio sin previo aviso.

El contenido de los informes no constituye una oferta o recomendación de compra o venta de instrumentos financieros. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión, procurándose a tal fin el asesoramiento especializado que considere necesario. Bankinter no se hace responsable del uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores e instrumentos o los resultados pasados de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El sistema retributivo del/los analista/s de los informes se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo Bankinter, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas en los informes.

Los miembros del Departamento de Análisis podrán disponer a título personal acciones de alguna/s de las compañías que se mencionan en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas.

Bankinter, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesado en mantener en el futuro, relaciones comerciales con alguna/s de las compañías a que se hace referencia en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas.

Bankinter y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden en cada momento mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías mencionadas en los informes.

En cuanto a los precios objetivos que se puedan desprender del análisis efectuado por el Departamento de Análisis de Bankinter, éstos quedan sujetos a criterios de análisis fundamental y técnico, ponderando en cada caso los métodos que, en función de su propia opinión, se adecuan mejor a cada compañía en particular. Salvo indicación expresa en contrario, todos los precios objetivos se fijan con un horizonte temporal de 12 meses desde el momento de publicación de los informes. Los precios objetivos no implican compromisos de revalorización, ni deben ser entendidos como indicaciones ni recomendaciones de inversión.

Como actividades significativas de administradores en sociedades que pueden ser objeto de análisis en los informes conviene mencionar las siguientes:

D. Pedro Guerrero Guerrero, Presidente del Consejo de Administración de Bankinter, es Consejero de Prosegur Compañía de Seguridad, S.A.

D. Fernando Masaveu Herrero, Consejero de Energías de Portugal S.A.

D. Jaime Terceiro Lomba, Consejero de Bankinter, es Consejero de Prisa Televisión, S.A.U.

Los informes efectuados por el Departamento de Análisis de Bankinter no pueden ser reproducidos, distribuidos, ni publicados por ningún receptor de los mismos con ningún fin, sin la previa autorización escrita de Bankinter.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Resumen

- **El ciclo gana solidez y se inmuniza contra la política.-**

Revisamos al alza nuestras estimaciones de crecimiento para todas las áreas geográficas, excepto - paradójicamente - India. A pesar de ello, esta economía permanece como la excepción positiva entre las emergentes. La ganancia de tracción en los desarrollados permite que también mejoren los emergentes. El factor político no sólo deja de suponer una amenaza seria para el ciclo, sino que paradójicamente dinamiza el corto plazo. Ese es el caso de la elección de Trump en Estados Unidos. Mejora las perspectivas de crecimiento y empleo para la economía americana a corto plazo, aunque a costa de algo más de inflación. Como contrapartida, eleva el riesgo de desequilibrios en el medio y largo plazo. Pero lo que realmente se valora ahora es la mejora de perspectiva sobre el corto plazo. Es una visión algo frívola de la situación, pero pensamos que es la que realmente cuenta… por el momento.

- **España recupera la normalidad institucional y acelera algo más aún.-**

La formación de Gobierno a finales de octubre pone fin a la incertidumbre política y permite iniciar la preparación de unos Presupuestos 2017 que se ajusten al límite de déficit fiscal 2017 del 3,1%. Esto reduce la incertidumbre sobre la gestión de las cuentas públicas, permite retomar decisiones de gasto relativas a la obra pública e, indirectamente, reactivar ligeramente el PIB. Esto, unido al nuevo record histórico en actividad turística y a la buena evolución del sector exterior, nos lleva a revisar nuestra estimación para el PIB 2016 desde +3,2% hasta +3,3% y para 2017 desde +2,7% hasta +2,8% (confirmamos 2018 en +2,6%). La reactivación inmobiliaria es más rápida incluso de lo que nosotros estimábamos.

- **Portugal es vulnerable, pero presenta síntomas esperanzadores.-**

A pesar del robusto e inesperado crecimiento observado en el 3T 2016, la economía portuguesa sigue siendo vulnerable. Sobre todo debido a los niveles excesivos de endeudamiento público y privado y a las necesidades de recapitalización de sus bancos. Como contrapartida, la situación del turismo, del empleo y el control del déficit fiscal son buenos.

- **La economía americana gana más tracción, pero a costa de riesgos superiores.-**

La economía americana se encuentra en una "situación de libro" casi perfecta. Disfruta de pleno empleo, su déficit fiscal se reduce al 2,5%, la inflación es aún inferior al 2% y acelera su expansión hacia niveles superiores al 2%. Las mejoras de los salarios reales son ya un hecho, reforzándose el ciclo por el lado del Consumo Privado. Aunque esto puede generar algo más de inflación, carece de importancia puesto que la Fed está inmersa en un proceso de subidas de tipos que estimamos llevará su tipo director hasta el rango 1,50%/1,75% en 2018. La elección de Trump y los cambios que traerá consigo podrían implicar que las subidas sean algo más rápidas, pero eso no supondría ningún cambio relevante para nuestra visión.

- **Japón impulsado por un yen débil y los emergentes por las materias primas.-**

El debilitamiento de yen supone una ganancia inmediata de competitividad exterior del 12%. La reactivación del PIB también será inmediata. Por eso el Nikkei ha subido unos 2.000 puntos, hasta casi 19.400. Una revalorización de +12%… casi exactamente lo mismo que se ha depreciado el yen frente al USD. Esta correlación tan precisa no es ninguna casualidad. Estimamos que el yen se depreciará a lo largo de 2017/18 incluso hasta 140/€. Lo malo es que puede que el tipo de cambio sea la única variable que haga mejorar la economía japonesa en los próximos trimestres. Por eso consideramos su recuperación y la del Nikkei como vulnerable y poco fiable. La redinamización del ciclo de los desarrollados proporciona una mejora de expectativas sobre su demanda de materias primas y eso revierte a su vez favorablemente sobre perspectivas de los emergentes. Por primera vez en muchos años la mejora del ciclo de los desarrollados mejora la situación de los emergentes y no al revés.

- **Revisamos bolsas al alza, subimos exposición y advertimos sobre los bonos.-**

Redirigimos nuestra estrategia desde preservar patrimonio (antes) hacia conseguir rentabilidad (ahora). Por eso nos movemos desde compañías de dividendo hacia compañías de crecimiento… simplificando algo el planteamiento. Estimamos **potenciales de revalorización** entre +17% (2.639 puntos) para el S&P500 y +9% para el Ibex (10.202). **Sectorialmente** preferimos industriales, cíclicas, bancos y tecnología en detrimento de eléctricas, concesionarias y consumo básico. **Subimos niveles de exposición** recomendados hasta 20% (+5%) para el perfil más Defensivo hasta 85% (+10%) el más Agresivo. En definitiva, presentamos **una Estrategia de Inversión 2017 definitivamente dirigida a bolsas, proponiendo una superior aceptación de riesgos, aprovechando la recuperación final del ciclo inmobiliario y promoviendo, de nuevo, la retirada de exposición a bonos.**

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Síntesis de Estimaciones, Bankinter.-

Estimaciones Bankinter	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e
1.- PIB (media anual)							
España	-2,1	-1,7	1,4	3,2	3,3	2,8	2,6
Eurozona	-0,7	-0,4	0,9	1,6	1,7	1,6	1,6
Diferencial España - UEM	*-140*	*-130*	*50*	*160*	*160*	*120*	*100*
Portugal	*-4,5*	*1,9*	*0,6*	*1,4*	*0,9*	*1,0*	*1,0*
EE.UU.	2,3	2,2	2,4	2,4	1,6	2,2	2,4
R.Unido	0,7	1,7	2,5	2,3	2,2	1,4	1,5
Suiza	1,1	1,8	1,9	0,8	1,4	1,5	1,6
Japón (año natural)	1,8	1,4	0,0	0,6	1,0	0,9	1,1
China	7,7	7,7	7,4	6,9	6,6	6,3	6,0
India (fiscal) (1)	4,8	4,7	5,3	7,5	7,0	8,0	8,3
Brasil	1,0	2,5	0,3	-3,8	-3,5	0,0	2,0
Rusia	3,6	1,3	0,8	-3,6	-0,6	0,7	1,3
2.- IPC							
España	2,9	0,3	-1,0	0,0	1,0	1,6	1,4
Eurozona	2,2	0,8	-0,2	0,2	0,7	1,3	1,5
Portugal	2,0	-0,1	-0,1	0,4	0,6	1,1	1,2
EE.UU.	1,7	1,5	0,8	0,5	1,8	2,1	2,3
R.Unido	2,7	2,0	0,5	0,2	1,3	2,4	2,3
Suiza	-0,7	-0,2	0,0	-1,3	-0,2	0,5	0,8
Japón	-0,1	1,6	2,4	0,2	0,1	0,5	0,8
China	2,6	2,6	1,5	1,5	2,1	2,5	3,0
India	11,2	9,1	5,9	5,6	4,0	6,0	6,7
Brasil	5,8	5,9	6,4	10,4	8,5	7,0	6,7
3.- Paro							
España (EPA)	25,8	25,7	23,7	20,9	18,8	17,1	15,7
Eurozona	11,9	11,9	11,3	10,4	9,8	9,6	9,4
Portugal	16,8	15,3	13,5	12,2	11,0	11,0	11,0
EE.UU.	8,1	7,4	6,2	5,0	4,6	4,5	4,3
R.Unido	7,8	7,2	5,7	5,1	4,8	5,3	5,2
Suiza	2,9	3,2	3,2	3,3	3,3	3,1	3,1
Japón	4,3	3,7	3,4	3,3	3,1	3,0	3,0
China	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,4	4,5
Brasil	4,6	4,3	4,3	7,4	12,0	11,5	11,0
4.- Crédito s. privado							
España, empresarial (%)	-14,5	-13,3	-6,3	-4,9	-4,2	-2,0	0,0
España, hipotecario (%)	-3,0	-4,2	-3,0	-4,7	-2,8	-0,9	1,0
5.- Tipos oficiales (Dic.)							
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
EE.UU.	0,0/0,25	0,0/0,25	0,0/0,25	0,25/0,5	0,5/0,75	1,00/1,25	1,50/1,75
R.Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25
Suiza	0/0,25	0/0,25	-0,75/0,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25	-0,25/-1,25
Japón	0/0,10	0/0,10	0/0,10	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10
China	6,00	6,00	5,60	4,35	4,4	4,2	4,2
India	8,00	7,75	8,00	6,75	6,25	6,00	6,25
Brasil	7,25	10,00	11,75	14,25	13,75	12,50	12,00
6.- Bono 10A (Dic.)							
España	5,29	4,14	1,61	1,76	1,36	1,70	2,00
Alemania	1,32	1,85	0,54	0,20	0,24	0,60	1,00
EE.UU.	1,75	3,02	2,17	2,26	2,53	3,00	3,25
R.Unido	1,77	2,92	1,77	1,96	1,40	1,80	1,90
Suiza	0,51	0,99	0,27	-0,40	-0,17	0,20	0,40
Japón	0,90	0,74	0,32	0,26	0,08	0,30	0,50
7.- Divisas							
Eurodólar	1,319	1,374	1,209	1,086	1,044	1,00/1,10	1,10/1,20
Euroyen	114,5	144,7	144,8	130,6	122	130/140	130/140
Dólaryen	86,8	105,3	119,8	120,2	117	127/130	117/118
Eurolibra	0,812	0,830	0,776	0,737	0,84	0,82/0,89	0,82/0,89
Eurosuizo	1,210	1,227	1,203	1,088	1,07	1,10/1,15	1,10/1,15
8.- Materias primas (Dic.)							
Petróleo (Brent, $/b.)	113,0	109,6	57,3	37,3	53,6	50/55	45/50
Oro ($/oz.)	1.661	1.218	1.184	1.061	1.141	1.200/1.300	1.150/1.250

(1) Año fiscal se refiere a cierres en Marzo. Por ejemplo 2016e se refiere al ejercicio de Abril 2015/Marzo 2016.
Los datos de bonos y divisas corresponden a los cierres del 19 de diciembre de 2016
Fuente: Estimaciones 16/17/18 Análisis Bankinter

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Síntesis de Estimaciones detalladas trimestralmente, Bankinter.-

PIB	2015	1T16	2T16	3T16	4T16	2016	1T17	2T17	3T17	4T17	2017	1T18	2T18	3T18	4T18	2018
EE.UU.	1,9	1,6	1,3	1,6	1,9	1,6	2,0	2,2	2,4	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	2,6	2,4
ESPAÑA	3,2	3,4	3,4	3,2	3,1	3,3	2,9	2,8	2,7	2,5	2,8	2,5	2,5	2,5	2,7	2,6
UEM	1,6	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6
PORTUGAL	1,4	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,2	1,0	0,9	0,9	1,0	1,2	1,0
R. Unido	2,3	2,0	2,2	2,3	2,1	2,2	1,5	1,4	1,3	1,2	1,4	1,2	1,4	1,5	1,7	1,5
JAPÓN	0,6	0,4	0,9	1,1	1,7	1,0	4,0	1,0	0,8	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,1
CHINA	6,9	6,7	6,6	6,5	6,5	6,6	6,4	6,3	6,2	6,1	6,3	6,2	6,0	6,0	6,0	6,0
BRASIL	-3,8	-5,4	-3,8	-2,9	-2,0	-3,5	-1,5	-0,5	0,5	1,5	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
RUSIA	-3,7	-1,2	-0,6	-0,4	-0,1	-0,6	0,0	0,4	0,9	1,4	0,7	1,0	1,2	1,3	1,5	1,3
INDIA	7,9	7,1	7,1	7,3	6,5	7,0	7,5	7,9	8,1	8,5	8,0	8,5	8,5	8,2	8,1	8,3
IPC	**2015**	**1T16**	**2T16**	**3T16**	**4T16**	**2016**	**1T17**	**2T17**	**3T17**	**4T17**	**2017**	**1T18**	**2T18**	**3T18**	**4T18**	**2018**
EE.UU.	0,7	0,9	1,0	1,5	1,8	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4
ESPAÑA	-0,3	-0,8	-0,8	0,2	1,0	1,0	2,1	1,7	2,0	1,6	1,6	2,0	1,3	1,4	1,4	1,4
UEM	0,2	0,0	-0,1	0,4	0,7	0,7	0,7	1,0	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
PORTUGAL	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
R. Unido	0,2	0,5	0,5	0,7	1,3	1,3	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,3	2,3
JAPÓN	0,2	0,0	-0,4	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8
CHINA	1,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
BRASIL	10,4	10,1	9,1	8,5	8,5	7,0	8,0	8,0	7,0	7,0	7,0	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
INDIA	5,6	5,7	5,6	4,2	4,0	4,0	4,5	4,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,2	6,5	6,6	6,6
Paro	**2015**	**1T16**	**2T16**	**3T16**	**4T16**	**2016**	**1T17**	**2T17**	**3T17**	**4T17**	**2017**	**1T18**	**2T18**	**3T18**	**4T18**	**2018**
EE.UU.	5,0	5,0	4,9	5,0	4,6	4,6	4,6	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3
ESPAÑA	20,9	21,0	20,0	18,9	18,8	18,8	18,9	18,0	17,2	17,1	17,1	17,1	16,4	15,8	15,7	15,7
UEM	10,4	10,2	10,1	9,9	9,8	9,8	9,7	9,7	9,6	9,6	9,6	9,6	9,5	9,5	9,4	9,4
PORTUGAL	12,2	12,4	10,8	10,8	11,0	11,0	10,9	10,7	11,1	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
R. Unido	5,1	5,1	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	5,1	5,3	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2
JAPÓN	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
CHINA	4,1	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
BRASIL	7,4	7,9	11,2	11,8	12,0	12,0	11,5	11,0	11,0	11,5	11,5	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Tipo dtor	**2015**	**1T16**	**2T16**	**3T16**	**4T16**	**2016**	**1T17**	**2T17**	**3T17**	**4T17**	**2017**	**1T18**	**2T18**	**3T18**	**4T18**	**2018**
EE.UU.	0,25/0,5	0,25/0,5(	0,25/0,5	0,25/0,5	0,5/0,75	0,5/0,75	0,5/0,75	0,75/1	0,75/1	1/1,25	1/1,25	1/1,25	1,25/1,5	1,25/1,5(	1,5/1,75	1,5/1,75
UEM	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R. Unido	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
JAPÓN	0/0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CHINA	4,35	4,30	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
BRASIL	14,25	14,25	14,25	13,75	13,75	13,75	13,75	13,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,00	12,00	12,00
INDIA	6,75	6,75	6,50	6,50	6,25	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,25

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

PERSPECTIVA GLOBAL: EL CONTEXTO

	ESCENARIO CENTRAL	ESCENARIO ADVERSO ALTERNATIVO
Contexto Macro	Acelera el ciclo económico global. Revisiones al alza en los desarrollados y mejor situación en los emergentes. Algo más de inflación, pero sin llegar a representar un riesgo serio.	Al perspectiva de la economía americana se vuelve confusa por las decisiones políticas. Repunta la inflación. La Fed se ve forzada a subir tipos más rápido y más allá de lo descontado.
Factores directores	Beneficios empresariales mejorando. Política europea y americana. Petróleo. Actitud de los bancos centrales y particularmente de la Fed.	Revisión a la baja de los beneficios empresariales. Conflictos políticos en Estados Unidos y Europa. Caída de las materias primas, petróleo inclusive.
Consecuencias prácticas	El ciclo expansivo se consolida e incluso se extiende poco a poco a los emergentes. Los bancos centrales se retiran o bien se preparan para empezar a retirarse.	Proceso involutivo. Los bancos centrales tienen que volver a actuar para reactivar el ciclo. Inestabilidad política.
Reacción del mercado	Las bolsas salen reforzadas. El inmobiliario consolida o avanza algo más. Continúan los flujos de salida de fondos de los bonos. Regresa la inversión hacia los emergentes.	Los bonos, el oro y el yen vuelven a actuar como activos refugio. Las bolsas retroceden. Se favorecen las posiciones de liquidez.
Estrategia recomendada	Comprar bolsa europea y americana. Reducir bonos. Tolerar algo más de riesgo, tanto en cuanto al nivel de exposición como en relación a las clases de activos.	Volver a comprar bonos, sobre todo "core". Salir de activos de riesgo. Permanecer en liquidez, si es posible.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Informe de Estrategia de Inversión 1er trimestre 2017

Enero/Marzo, 2017.

1.- Perspectiva Global.

"En Italia no hay grandes diferencias entre reformistas y revolucionarios: unos no hacen las reformas y los otros no hacen la revolución."

Fausto Bertinotti. Político italiano. Ex – Presidente del Parlamento.

Revisamos ciclo económico y valoraciones de bolsas al alza. Reiteramos que las clases de activos en las que recomendamos invertir son bolsas e inmobiliario. Creemos que la solidez del ciclo mejora, que los resultados empresariales 2017 giran generalmente hacia crecimientos positivos de doble dígito - esto nos lleva a revisar al alza las valoraciones de las compañías - y que el mercado otorga cada vez menos importancia a los obstáculos políticos. Además, éstos ofrecen un aspecto menos preocupante que hace unos meses. Subimos de nuevo niveles recomendados de exposición según perfiles de riesgo, hasta el rango 20% (Defensivo)/85% (Agresivo). "Sell in May and go away?" Es posible, pero no debemos dejar pasar de largo los primeros meses de 2017, que creemos serán buenos. Los riesgos son a la baja.

En definitiva, presentamos una Estrategia de Inversión 2017 definitivamente dirigida a bolsas, proponiendo una superior aceptación de riesgos, tratando de aprovechar la fase final de recuperación del ciclo inmobiliario y promoviendo una reducida exposición a bonos. En cierta medida se trata de una reafirmación de las propuestas ya presentadas en nuestro informe de septiembre, aunque con una determinación mayor y un detalle más completo en cuanto a nombres y activos.

El ciclo económico global continúa ganando tracción. Revisamos al alza nuestras estimaciones de crecimiento (PIBs) para todas las áreas geográficas, excepto - paradójicamente - India. A pesar de ello, esta economía permanece como la excepción positiva entre las emergentes. Solo sufre un *shock* pasajero derivado del reemplazo de unos billetes antiguos por otros nuevos que detrae crecimiento en el corto plazo pero que estimamos lo elevará en el medio y largo plazo. Permitirá mejorar la recaudación fiscal, elevar el grado de bancarización y reducir la dimensión de la economía informal. La ganancia de tracción en las economías desarrolladas permite que, indirectamente y en menor proporción, también mejoren las economías emergentes. Ya el trimestre anterior afirmábamos que éstas no se deteriorarían más, como efectivamente ha sucedido.

La ganancia de tracción en las economías desarrolladas permite que, indirectamente y en menor proporción, también mejoren las economías emergentes

Por otra parte, el **factor político** no sólo deja de suponer una amenaza seria para el ciclo, sino que incluso actúa - paradójicamente - de factor dinamizador en el corto plazo. Ese es el caso de la elección de Trump en Estados Unidos. Mejora las perspectivas de crecimiento y empleo para la economía americana a corto plazo, aunque a costa de aceptar algo más de inflación. Como contrapartida, eleva el riesgo de desequilibrios (deuda, déficit fiscal, subida de los salarios

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

reales...) en el medio y largo plazo. Pero lo que realmente se pone ahora en valor es la mejora de perspectiva con respecto al ciclo sobre el corto plazo. Es una visión algo frívola de la situación, pero pensamos que es la que realmente cuenta por el momento.

El factor político deja de suponer una amenaza seria para el ciclo.

Desde esta perspectiva cortoplacista, **Trump representa una especie de revulsivo económico positivo**. A corto plazo su única contraindicación puede ser que la Fed decida subir tipos algo más rápidamente... como se deduce que hará a juzgar por el comunicado y la rueda de prensa de su reunión del 14 de diciembre (link directo a nuestra nota). Pero no parece un inconveniente importante. Las contraindicaciones de medio plazo (déficit fiscal y deuda pública, entre las principales) son un riesgo abierto no despreciable.

Ni siquiera un desenlace adverso al referéndum constitucional en **Italia** que ha provocado la caída del Gobierno de Renzi, ni el alcance del **Brexit**, ni el vacío político - aunque ya resuelto - en España, ni la elección de Trump en Estados Unidos han afectado a un mercado presionado al alza por la abundante liquidez proporcionada tanto por los bancos centrales como por la riqueza generada por el propio ciclo expansivo y carente de alternativas de inversión que ofrezcan rentabilidades suficientes. La repetición de las **elecciones en Austria** en diciembre ofreció un desenlace tranquilizador al salir derrotada la candidatura populista anti-inmigración, lo que reduce la tensión sobre las **elecciones alemanas de octubre**. **Holanda** celebra elecciones en marzo y **Francia** en abril. La amenaza del populismo sigue presente en ambos casos, pero la mejora del ciclo económico reduce sus probabilidades de victoria y los recientes desenlaces políticos permiten pensar que, **en la práctica, el mercado está prácticamente inmunizado contra la política**.

Trump representa una especie de revulsivo económico positivo a corto plazo...

¿Cuáles son los siguientes desenlaces políticos más probables y que consecuencias prácticas tendrían sobre el mercado?. La derrota del populismo en Austria reduce la probabilidad de que en las elecciones alemanas de octubre el partido populista AfD (Alternative für Deutschland) reciba suficiente respaldo como para representar un papel de *partido bisagra* que condicione seriamente las políticas del siguiente gobierno. El desenlace más probable es que éste vuelva a articularse en torno a una coalición entre la CDU de Merkel y el SPD de Gabriel, aunque puede que con más protagonismo de este último. Pero no lo suficientemente diferente del actual como para creer que no será un gobierno continuista desde una perspectiva general. **Probable continuismo en Alemania**, por tanto.

...y los riesgos prácticos del populismo son a la baja.

En **Francia** persiste la amenaza del Frente Nacional, pero la realidad de las últimas elecciones regionales es que, al final, sus resultados no han sido lo suficientemente buenos como para gobernar en ningún departamento. Además, extrapolando esta realidad política a nivel nacional todo invita a pensar que el riesgo de un gobierno populista es reducido gracias al muy práctico sistema electoral de primera y segunda vuelta para elegir Presidente de la República. Ante el mínimo histórico de popularidad de Hollande (inferior al 15%), su

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

renuncia formal a la reelección y las dificultades para lanzar una candidatura socialista alternativa que ofrezca un liderazgo suficientemente sólido antes de las elecciones de abril, las probabilidades de victoria de F.Fillon, candidato de la UMP, parecen buenas. Durante la campaña electoral probablemente se verá forzado a incorporar algunos postulados del FN para mejorar su intención de voto, pero eso no llegará a convertirse en una amenaza populista. Más bien **el desenlace electoral más probable para las elecciones francesas de abril aportará estabilidad política y económica a Francia**. Así que el frente francés tampoco debería preocuparnos demasiado.

Es probable que el Gobierno de Gentiloni en Italia trate de completar legislatura natural, hasta 2018.

Pero las primeras elecciones de 2017 tendrán lugar en **Holanda** en marzo. El populista Partido por la Libertad de Geert Wilders podría conseguir, según las últimas encuestas, entre 29 y 33 escaños en un Parlamento de 150. Superaría, por separado, tanto a los liberales del centro-derecha como a los socialdemócratas. Sin embargo, en la práctica esa amenaza pierde cuerpo porque estos 2 partidos gobiernan actualmente en coalición y parece muy probable que ese siga siendo el *status quo* postelectoral de marzo.

Finalmente, queda **Italia**. Aún no se sabe si el Gobierno de Gentiloni que toma el relevo al de Renzi tras la dimisión de éste al perder el referéndum constitucional desembocará en unas elecciones en 2017 o si completará la actual legislatura por calendario natural hasta 2018. La amenaza del populista Movimiento Cinco Estrellas es real, pero la historia política de Italia (64 gobiernos en 70 años) permite pensar que el sistema económico y social termina funcionando a pesar del desorden político. Teniendo en cuenta que no pueden celebrarse elecciones hasta que no se apruebe una nueva ley electoral y eso precisa tiempo, pensamos que aumenta la probabilidad de que el nuevo Gobierno agote la legislatura natural hasta 2018. Así podría afrontar la recapitalización del sistema financiero italiano con algo más de serenidad y esperar que la intención de voto hacia el populismo se diluya a medida que el contexto económico mejore espontánea e inercialmente durante los próximos trimestres. Eso **desplazaría la convocatoria electoral hasta 2018**, aliviando la presión sobre 2017. Creemos probable que el *timing* sea ese.

La recapitalización del sistema financiero italiano no será traumática

En cuanto a la **recapitalización del sistema financiero italiano**, creemos que el desenlace no será dramático. Parece que empieza a tomar forma lo que podríamos denominar una "recapitalización preventiva" del Monte dei Paschi di Siena (MPS), que tiene unos 28.000M€ en morosidad (bruta) y que por eso necesita una ampliación de capital estimada en unos 5.000M€. Consistiría en una conversión de unos 2.000M€ de deuda subordinada y bonos senior en capital (hay un precedente en Portugal sobre esto, con el BES), en combinación con una ampliación de capital por unos 3.000M€ y complementada con una pequeña inyección directa de capital por parte del Estado Italiano, que tiene el 4%. El fondo Atlante, de patrocinio privado pero promovido por el Estado, dispone de solo 4.250M€, pero podría aportar una parte de la solución (¿1.000M€?). Probablemente el Gobierno articulará un programa de recapitalización por unos 10.000M€ que

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

alcanzaría a recapitalizar no solo MPS, sino también Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca, que se estima necesitan unos 3.000M€ entre ambos y que son propiedad actualmente del fondo Atlante. Eso permitiría enfrentar la recapitalización para MPS y los otros 2 bancos mencionados con algo más de serenidad, lo que sería muy importante porque el fondo Atlante no dispone de fondos suficientes para abordarlo todo ahora. En estas circunstancias pensamos que el desenlace más probable es que el MPS se recapitalice con más o menos dificultades, que Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca continúen siendo propiedad de Atlante, que en todo caso dispondría aún de 3.250M€ para recapitalizarlos en caso de que la situación se complicase y eso se volviera inevitable. Mientras tanto, Unicredit, que necesita una recapitalización por aproximadamente 13.000M€, irá vendiendo activos (Pioneer Funds, etc) para reducir el importe de fondos necesarios. Bajo este esquema, Gentiloni intentará agotar una legislatura durante la cual sería posible recapitalizar los bancos bajo circunstancias más urgentes. Por eso pensamos que el desenlace no será dramático.

La formación de Gobierno en España a finales de octubre pone fin a la incertidumbre política y permite pensar que el PIB 2016 podría crecer incluso +3,3%

La formación de Gobierno en **España** a finales de octubre pone fin a la incertidumbre política y permite iniciar la preparación de unos Presupuestos 2017 que se ajusten al déficit fiscal 2017 del 3,1% exigido por Bruselas, que deberán ser presentados antes del cierre de 2016. Esto reduce la incertidumbre sobre la gestión de las cuentas públicas, permite retomar decisiones de gasto relativas a la obra pública e, indirectamente, reactivar ligeramente el PIB. Esto, unido al nuevo record histórico en actividad turística (74M turistas, +8,8%; 74.000M€ de gasto, +10%) y a la buena evolución del sector exterior (estimamos que aportará 40 p.b. de crecimiento al PIB 2016 vs -10 p.b. en 2015), nos lleva a revisar nuestra estimación para el PIB 2016 desde +3,2% hasta +3,3% y para 2017 desde +2,7% hasta +2,8% (confirmamos 2018 en +2,6%). Formalmente, el consenso del mercado espera +3,2% para este año y un ritmo expansivo inferior a +2,5% durante los dos próximos años, pero nosotros creemos que **la economía española continuará sorprendiendo positivamente** gracias a una aportación del sector exterior superior a lo generalmente esperado y a una Inversión Empresarial que acelerando hacia entorno +7%.

La economía española seguirá siendo la que más crezca de la Eurozona, después del singular caso de Irlanda

La economía española seguirá siendo la que más crezca de la Eurozona, después del singular caso de Irlanda (+3,5% estimado para 2016). La creación de empleo seguirá siendo aproximadamente 0,5M/año. Por eso revisamos a la baja las tasas de paro estimadas para 2017/18 y, en consecuencia, estimamos que el Consumo Privado crecerá en el rango +2,5%/+3,0% de manera sostenible en ese periodo. En definitiva: más crecimiento, más empleo y una lenta pero progresiva reactivación de la demanda de crédito hasta entrar en tasas de variación positivas (cartera acumulada) en 2018. Parece una cocktail francamente constructivo. Eso explica que la **reactivación inmobiliaria** (precios y volúmenes; residencial y oficinas) **sea más rápida incluso de lo que nosotros estimábamos.** Ofrecemos un mayor detalle sobre esto en el apartado 2 de este informe, dedicado a la economía española.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Tabla 1.1: Síntesis de estimaciones de crecimiento.-

TABLA 1.1: Estimaciones de crecimiento (PIB) actuales y anteriores									
				2016e		2017e		2018e	
	2013r	2014r	2015r	Anterior	**Actual**	Anterior	**Actual**	Anterior	**Actual**
UEM	-0,4%	+0,9%	+1,5%	+1,6%	**+1,7%**	+1,5%	**+1,6%**	+1,5%	**+1,6%**
España (1)	-1,2%	+1,4%	+3,2%	+3,2%	**+3,3%**	+2,7%	**+2,8%**	+2,6%	**+2,6%**
Portugal	+1,9%	+0,6%	+1,5%	+0,9%	**+1,1%**	+1,0%	**+1,0%**	+1,0%	**+1,0%**
EE.UU.	+2,2%	+2,4%	+2,4%	+1,6%	**+1,6%**	+2,0%	**+2,3%**	+1,8%	**+2,4%**
R.Unido	+1,7%	+2,5%	+2,3%	+1,9%	**+2,2%**	+1,3%	**+1,4%**	+1,4%	**+1,5%**
Suiza	+2,0%	+2,0%	+0,4%	+1,1%	**+1,4%**	+1,3%	**+1,5%**	+1,0%	**+1,6%**
Japón	+1,7%	+0,0%	+0,5%	+0,6%	**+1,0%**	+0,8%	**+0,9%**	+0,6%	**+1,1%**
China	+7,7%	+7,4%	+6,9%	+6,5%	**+6,6%**	+6,2%	**+6,3%**	+6,0%	**+6,0%**
India (fiscal)	+4,7%	+5,3%	+7,3%	+7,5%	**+7,0%**	+8,4%	**+8,0%**	+8,3%	**+8,3%**
Brasil	+2,5%	+0,3%	-3,8%	-4,3%	**+3,5%**	-0,8%	**+0,0%**	+2,0%	**+2,0%**
Rusia	+2,1%	+0,2%	+3,8%	-0,7%	**-0,6%**	+0,5%	**+0,7%**	+0,9%	**+1,3%**

e = Estimación propia

Fuente: Gobiernos. Estimaciones Análisis Bankinter.

Trump gastará más y recaudará menos, generando más PIB a corto plazo a costa de una inflación y de unos desequilibrios de medio plazo superiores. Aún no se conocen las medidas precisas porque no tomará posesión del cargo hasta el 20 de enero, de manera que tampoco se pueden cuantificar los desequilibrios que generará a medio plazo. Pero por ahora se impone la visión de corto plazo y, por tanto, una interpretación positiva del revulsivo que supondrá. Por eso revisamos al alza nuestra estimación para el PIB 2017 americano desde +2,0% hasta +2,3% y para 2018 desde +1,8% hasta +2,4%. Confirmamos nuestra estimación para el PIB 2016 en +1,6%.

La economía americana se encuentra en una "situación de libro" casi perfecta…

La economía americana se encuentra en una "situación de libro" casi perfecta. Tiene pleno empleo (tasa de paro 4,6%), su déficit fiscal se reduce al 2,5%, la inflación es aún inferior al 2% y acelera su expansión hacia niveles superiores al 2%. Las mejoras de los salarios reales son ya un hecho (+2,5% en noviembre), reforzándose el ciclo por el lado del Consumo Privado (+2,8% en el 3T 2016). Aunque esto puede generar algo más de inflación (revisamos nuestra estimación para 2017 hasta +2,1% desde +1,9%), carece de importancia puesto que **la Fed está inmersa en un proceso de subidas de tipos que estimamos llevará su tipo director (*Fed funds*) hasta el rango 1,50%/1,75% en 2018.** La elección de Trump y los cambios que traerá consigo podrían implicar que **las subidas sean algo más rápidas**, pero eso no supondría ningún cambio relevante para nuestra visión sobre la economía americana.

…y las subidas de tipos no representan ninguna amenaza seria.

Globalmente continuarán predominando las políticas monetarias laxas, siendo Estados Unidos una privilegiada excepción. La asimetría entre la Fed y el BCE es cada vez mayor. Es altamente improbable cualquier cambio en la Eurozona durante 2017 en este frente. El **BCE** se comprometió en su reunión de diciembre a mantener su actual programa de compra de activos (APP) hasta diciembre de 2017, aunque reduciendo el importe mensual desde 80.000M€ hasta 60.000M€. Pero cualitativamente será algo más laxo al retirar el límite de la facilidad de depósito (-0,40%) para las TIR de los

En la Eurozona seguiremos teniendo tipos tan bajos como los actuales durante 2017/18. Nada importante cambiará.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

bonos que compre y ampliar el mínimo de duración desde 24 a 12 meses, lo que equivale a decir que actuará más en la zona corta de la curva y de forma más amplia. En nuestra opinión, **en la Eurozona seguiremos teniendo tipos tan bajos como los actuales durante 2017/18. Nada importante cambiará.**

El crecimiento de la economía japonesa depende de forma desproporcionadamente elevada de su sector exterior. Esto es así porque su demografía es adversa y su estándar de vida muy alto. Eso significa que el crecimiento de su PIB no puede apoyarse en el crecimiento poblacional, que es el camino fácil para la expansión de cualquier PIB, ni tampoco en la elevación del nivel de vida medio de su población (como efectivamente sucede en las economías emergentes). Por eso sólo puede contar con su sector exterior para expandir su PIB. Y por eso **la depreciación o apreciación del yen es *la clave de bóveda*** para su PIB. Determina su competitividad exterior vía precios relativos, que es la variable que es capaz de proporcionar resultados más rápidos sobre su crecimiento económico.

La depreciación o apreciación del yen es la clave de bóveda para la economía japonesa.

Desde la elección de Trump en Estados Unidos el yen se ha depreciado -7% frente al euro (desde 115/€ hasta 123/€), pero nada menos que -12,4% frente al USD (desde 105/$ hasta 118/$), cruce este último que es el realmente importante para su sector exterior. Simplificando, significa que **el debilitamiento de yen frente al USD ha supuesto una ganancia inmediata de competitividad exterior del 12% y eso permite pensar que la reactivación de su PIB también será inmediata**. Por eso el Nikkei ha subido unos 2.000 puntos, hasta casi 19.400, lo que supone una revalorización de +12%... casi exactamente lo mismo que se ha depreciado el yen frente al USD. Esta correlación tan precisa no es ninguna casualidad. Estimamos que en este nuevo contexto de mejor aceptación del riesgo y de aceleración del ciclo global, **el yen se depreciará progresivamente a lo largo de 2017/18 incluso hasta 140/€.** Puede parecer mucho, pero en realidad simplemente supondría regresar a los niveles de enero 2015. Nada extraordinario. Esto ayudará mucho a la economía japonesa. Pero **lo malo es que, sencillamente, puede que el tipo de cambio sea la única variable que haga mejorar la economía japonesa en los próximos trimestres. Por eso consideramos su recuperación y la del Nikkei como vulnerable y poco fiable.**

La redinamización los desarrollados proporciona una mejora de expectativas sobre su demanda de materias primas y eso revierte a su vez en una mejora de perspectivas sobre las economías emergentes.

En nuestra estrategia trimestral anterior decíamos que probablemente la situación de las **economías emergentes** no se deterioraría ya más, como efectivamente ha sucedido. La causa última no es el mérito individual de cada una de estas economías, sino el hecho de que **la redinamización del ciclo de los desarrollados proporciona una mejora de expectativas sobre su demanda de materias primas y eso revierte a su vez en una mejora de perspectivas sobre las economías emergentes.** Como referencia, el índice CRB de materias primas se ha apreciado en 2016 aproximadamente +43%, hasta 2.725 puntos. Esta recuperación ha sido especialmente rápida desde la victoria de Trump. **Por primera vez en muchos años la mejora del ciclo de los desarrollados mejora la situación de los emergentes y no al revés**. Pero debemos hacer una salvedad con respecto a esto: la recuperación de las

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

materias primas favorece asimétricamente a los emergentes. Los productores de las mismas, básicamente economías latinoamericanas, son los favorecidos, mientras que los emergentes asiáticos quedan generalmente al margen de esta mejora debido a que son más bien consumidores de materias primas antes que productores de las mismas.

Revisamos al alza nuestras valoraciones estimadas para bolsas no sólo por la mejora del ciclo de los desarrollados, sino también por la de los beneficios empresariales esperados para 2017.

Revisamos al alza nuestras valoraciones estimadas para bolsas no sólo por la mejora del ciclo de los desarrollados, sino también por la confirmación de que los beneficios empresariales esperados para 2017 son mucho mejores que los de 2016. Aunque esto ya lo adelantamos en nuestra anterior estrategia de inversión trimestral, lo confirmamos ahora a la vista de lo sucedido a lo largo del 4T 2016. Por eso **subimos ahora de nuevo nuestra exposición recomendada a bolsas**, después de haberlo hecho en noviembre, justo después de la victoria de Trump (ver link directo a la Estrategia de Inversión Semanal en que aplicamos esta subida). Las 2 tablas 1.2 y 1.3 siguientes resumen los cambios de exposición realizados (el de noviembre y el actual) y la evolución de las principales bolsas desde dicho cambio.

Tabla 1.2: Cambios de exposición recientes.-

Cambios de exposición según perfiles de riesgo	Defensivo	Conservador	Moderado	Dinámico	Agresivo
15/11/2016	+5% 15%	+5% 25%	+5% 45%	+5% 60%	+5% 75%
19/12/2016	+5% 20%	+5% 30%	+5% 50%	+10% 70%	+10% 85%

Tabla 1.3: Evolución del mercado desde el último cambio de exposición.-

Índice	15/11/2016	19/12/2016	Variación
Ibex	8.687	9.337	+7,5%
ES-50	3.050	3.258	+6,8%
S&P500	2.180	2.263	+3,8%

Nuestras preferencias geográficas son Estados Unidos y Eurozona al mismo nivel, reafirmando que España mantiene su atractivo. Consideramos la bolsa japonesa poco fiable y vulnerable a factores exógenos porque su revalorización pivota fundamentalmente en la depreciación del yen, como ya se ha explicado. Por eso el Nikkei no se encuentra entre nuestras preferencias, a pesar de que nuestra valoración estimada ha mejorado sustancialmente gracias al efecto del *factor yen* sobre los beneficios empresariales.

Estimamos potenciales de revalorización entre +16% (2.639 puntos) para el S&P500 y +8% para el Ibex (10.202).

Las tablas 1.4 y 1.5 que se ofrecen bajo este párrafo resumen nuestras **valoraciones actualizadas para las principales bolsas** comparadas con las previas, indicando sus potenciales de revalorización respectivos, así como los beneficios estimados para 2017 en cada caso. Es muy importante poner

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

en valor el cambio de signo de estos últimos - de negativo a positivo – entre 2016 y 2017, algo que ya anticipamos en nuestra anterior Estrategia de Inversión (septiembre).

Tabla 1.4: Evolución y valoración de las bolsas.-

Bolsas: Valoraciones y otras referencias. Objetivos para 2017.							
	Valoración (Objetivos)	Cierres 19/12/16	Potencial para 2017	Acumulado año 2016 (1)	Valoración en Sept.'16	Máximo Histórico	Fecha del máximo
Ibex-35	10.202	9.337	+9%	-2,2%	9.740	15.946	08.11.2007
EuroStoxx-50	3.710	3.258	+14%	-0,3%	3.580	5.464	06.03.2000
S&P 500	2.639	2.263	+17%	+10,7%	2.366	2.190	15.08.2016
Nikkei 225	20.803	19.392	+7%	+1,9%	16.577	38.916	29.12.1989

Notas: (1) Saldo año 2016 hasta el 19/12/16.

Fuente: Bloomberg.

Tabla 1.5: Beneficios esperados.-

	BPA 2016e	BPA 2017e
Ibex-35	-12,2%	+20,8%
EuroStoxx-50	-8,0%	+10,4%
S&P 500	+0,8%	+11,9%
Nikkei 225	-4,1%	+9,7%

Fuente: Bloomberg, consensos de estimaciones.

Además, debemos considerar un último factor muy importante para determinar la evolución de las bolsas: **la reactivación de los movimientos corporativos y la generosidad de las primas pagadas.** Las fusiones y adquisiciones se vuelven más frecuentes y los precios de estas operaciones más agresivos, como típicamente sucede en todas las fases finales de recuperación del mercado. Y eso es precisamente lo que está comenzando a suceder. Excelentes ejemplos de esto son la compra de Medivation por parte de Pfizer pagando una prima de nada menos que el 118%, el rechazo de Actelion a la oferta de J&J a pesar de que ofrecía una prima del 63% (lo que significa que puede terminar siendo adquirida aceptándose una prima aún superior) o la agresiva aproximación de Vivendi sobre Mediaset, que ha hecho que esta última suba más del 50% sin que ni siquiera haya llegado a presentarse ninguna oferta formal. Pensamos que **la intensificación y la agresividad de las operaciones corporativas demuestran la consolidación de la recuperación del ciclo económico y de los beneficios empresariales** (por eso las empresas se atreven a realizar estos movimientos) y que serán un factor impulsor complementario para las cotizaciones al menos durante el primer trimestre de 2017.

La reactivación de los movimientos corporativos y la generosidad de las primas pagadas se convierte en un factor dinamizador de las bolsas.

Conceptualmente **redirigimos nuestra estrategia de inversión desde preservar el patrimonio (antes) hacia conseguir rentabilidad (de ahora en adelante)**. Por tanto, nos movemos desde compañías de dividendo hacia compañías de crecimiento... en términos generales y simplificando algo el planteamiento. Sectorialmente **preferimos industriales, cíclicas, bancos y tecnología** en detrimento de eléctricas,

Sectorialmente preferimos industriales, cíclicas, bancos y tecnología en detrimento de eléctricas, concesionarias y consumo básico.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

concesionarias y consumo básico, entre otras. Un detalle completo sobre esta perspectiva, incluyendo nombres concretos, se ofrece en el apartado 3 de este informe (Ideas de Inversión: asignación de activos).

Coherentemente con este cambio de perspectiva, que ya empezamos a adoptar en el informe trimestral anterior, **retiramos nuestra Cartera de Acciones Dividendo**, que estaba expresamente diseñada para el sofisticado y volátil contexto de 2016. En paralelo, **readaptamos nuestra cartera de fondos denominada Selección Estabilidad al contexto de 2017**, denominándola Selección Estabilidad 2017. Nuestra **Selección Estabilidad 2016** ha rendido finalmente, hasta la fecha de publicación de este informe (19/12/2016), un muy digno +2,5%. Complementariamente presentamos la que hemos denominado **Selección Estabilidad 2017 Plus**, que se dirige a perfiles que acepten una mayor tolerancia con el riesgo porque incorpora, además de los fondos de la Selección Estabilidad 2017, 3 fondos adicionales de renta variable de gestión conservadora.

Subimos los niveles de exposición recomendados hasta 20% (+5%) para el perfil más Defensivo hasta 85% (+10%) el más Agresivo.

Finalmente, el trimestre anterior seleccionamos en cada sector de actividad **2 compañías de perfil conservador y otras 2 más agresivas en las que recomendábamos posicionarse durante el 4T 2016**, aunque señalando una mayor preferencia por estas últimas en base al cambio de contexto de mercado que comenzaba a producirse. Hasta el momento de cerrar este informe (19/12/2016) **las revalorizaciones obtenidas han sido +4,1% y +10,1% respectivamente**. Como se ha comentado anteriormente, un detalle completo de todo esto se ofrece en el apartado 3 de este informe.

En definitiva, **presentamos una Estrategia de Inversión 2017 definitivamente dirigida a bolsas, proponiendo una superior aceptación de riesgos, tratando de aprovechar la fase final de recuperación del ciclo inmobiliario y promoviendo la retirada de exposición a bonos**. En cierta medida se trata de una reafirmación de las propuestas ya presentadas en nuestro informe de septiembre, aunque con una determinación mayor y un detalle (nombre, activos...) mucho más completo. Pensamos que el bienio 2017/18 representará la consolidación del actual ciclo económico expansivo y las clases de activos hacia los que recomendamos dirigir la inversión son bolsas e inmobiliario, asumiendo más riesgo pero también seleccionando más los sectores, las compañías, los fondos de inversión y las ETFs. ¡Buena suerte!

Pensamos que 2017/18 representará la consolidación del ciclo expansivo y las clases de activos hacia los que recomendamos dirigir la inversión son bolsas e inmobiliario.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Eurozona: "*La UEM afronta 2017 con inercia positiva, una tasa de inflación reducida y una política monetaria expansiva".*

*Los datos macro confirman la **capacidad de resistencia de la UEM** ante la incertidumbre política y el riesgo geoestratégico. **Las condiciones de financiación son favorables** gracias al apoyo del BCE y la reacción de los mercados de capitales a eventos como el "Brexit" y el referéndum Constitucional en Italia. En **Alemania,** se dan las condiciones para una política fiscal expansiva pero vemos improbable un cambio antes de las Elecciones Federales del 3T´17. **Francia** afronta Elecciones Presidenciales en 2T´17 con la confianza de los consumidores en máximos de nueve años y el mercado laboral en buena forma. **Italia** convive con la incertidumbre política y la reestructuración del sistema financiero. **Irlanda** y **España** lideran el crecimiento, **Portugal** gana tracción y **Grecia** se reactiva. La recuperación del precio del petróleo, el aumento en la masa monetaria y la debilidad del euro dan soporte a un **escenario de mayor inflación a largo plazo**. **El aumento será gradual** e inferior al de EE.UU y Reino Unido. **La política fiscal de la UEM no es tan restrictiva como en años anteriores** pero se aleja notablemente del expansionismo previsto en EE.UU. **La política monetaria será acomodaticia a pesar del aumento en las perspectivas globales de inflación y el cambio de rumbo iniciado por la Fed.***

Los datos macro confirman la **capacidad de resistencia de la UEM** ante la incertidumbre política y el riesgo geoestratégico. El PIB crece +1,7%, **los indicadores adelantados anticipan un buen comportamiento de la actividad en 2017** y los índices de sentimiento económico como el IFO alemán marcan máximos de casi tres años.

La macro confirma la capacidad de resistencia de la UEM ante la incertidumbre política.

La Demanda Interna es el motor del crecimiento, la capacidad de gasto de los hogares aumenta y la tasa de paro acumula dos meses por debajo del 10,0% (vs 12,1% en 2013). La aportación del sector exterior es ligeramente negativa pero la debilidad del euro facilitará el incremento de exportaciones.

Las condiciones de financiación son favorables gracias al apoyo del BCE y la reacción de los mercados de capitales a eventos como el "*Brexit*" y el referéndum Constitucional en Italia. El volumen de **crédito al sector privado acumula dieciocho meses creciendo** y los tipos de interés en el tramo medio de la curva (2/5 años) se mantienen en terreno negativo.

Las condiciones de financiación son favorables.

En **Alemania,** la tasa de paro alcanza mínimos históricos, los índices de confianza mejoran y el sector público registra superávit. Se dan las condiciones para una política fiscal expansiva pero vemos improbable un cambio antes de las Elecciones Federales del 3T´17.

Francia, afronta elecciones presidenciales en 2T´17 con la confianza de los consumidores en máximos de nueve años, el mercado laboral en buena forma y el crédito al sector privado creciendo por encima del +3,0%.

El calendario político será intenso en 2017.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Italia convive con la incertidumbre política y la reestructuración del sistema financiero. La recapitalización de MPS (5.000 M€) y Unicredit (13.000 M€), es fundamental para el saneamiento del sistema financiero y la reactivación del crédito. El calendario previsto para ambas entidades (MPS en diciembre 2016 y Unicredit en 1T´15) nos hace pensar que la incertidumbre será pasajera mientras que el desenlace no será traumático.

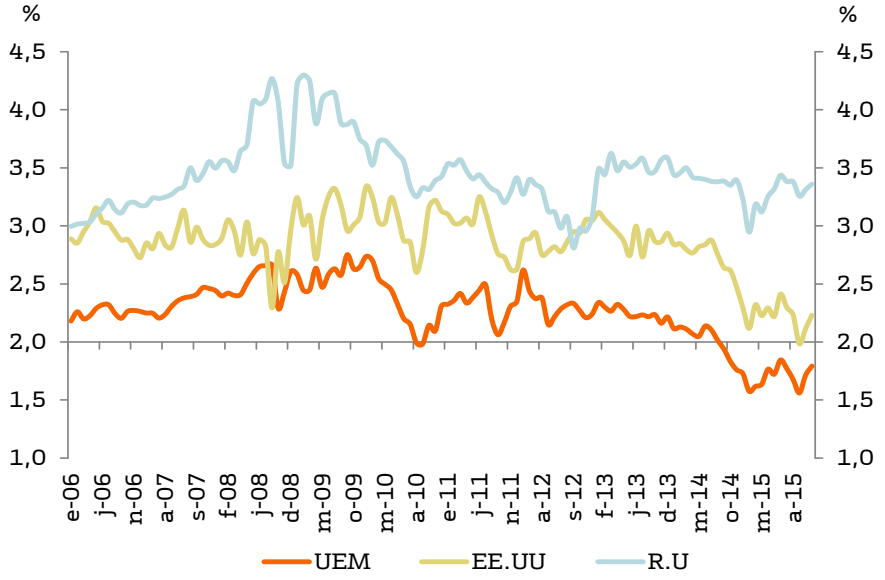
Las perspectivas de inflación aumentan a nivel global.

Irlanda (+4,3% en 2T´16) y **España** lideran el crecimiento, **Portugal** afronta **2017** con un sistema financiero aún débil y **Grecia** (+1,8%) se reactiva paulatinamente.

Las perspectivas de inflación a largo plazo rompen la tendencia a la baja iniciada en 2013 y se sitúan en 1,7% (*5Yr/5Yr forward*). La recuperación en los precios del petróleo Brent (cercana al 50,0%), el aumento en la masa monetaria M3 y la debilidad del euro soportan un escenario de mayor inflación a largo plazo.

El alza de precios en la UEM será gradual.

Gráfico 1.6.- Perspectivas de inflación a largo plazo.-



Fuente: Blooomberg.

No identificamos presiones inflacionistas en la evolución de los principales productos y servicios.

Estimamos un aumento gradual en la tasa de inflación que será inferior al de otras economías desarrolladas como EE.UU y Reino Unido:

La política fiscal no es tan restrictiva como en años anteriores.

(i) la inflación subyacente, se mantiene alejada del objetivo de estabilidad de precios del BCE,

(ii) **no apreciamos signos inflacionistas en la evolución de los principales productos y servicios** en el conjunto de la UEM,

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

(iii) los salarios (+0,9%) crecen a un ritmo inferior al registrado por el conjunto de la economía y se alejan del aumento salarial que se está produciendo en otras economías desarrolladas como EE.UU (+2,4%) y Reino Unido (+2,6%),

(iv) los precios de producción se mantienen en terreno negativo y

(v) **La política fiscal de la UEM no es tan restrictiva como en años anteriores** pero se aleja notablemente del expansionismo previsto en EE.UU.

La UEM afronta 2017 con inercia positiva, y una tasa de inflación reducida.

La UEM afronta 2017 con inercia positiva en los índices de actividad, una tasa de inflación reducida y una política monetaria expansiva. El calendario político es intenso, elecciones en Holanda, Francia, Alemania y posiblemente en Italia pero **el BCE velará por la estabilidad financiera**.

El BCE reducirá el importe de compra de bonos en 20.000 M€/mes hasta 60.000 M€ a partir de enero, pero prolongará el "*QE*" al menos hasta diciembre 2017.

La política monetaria será acomodaticia y la retirada de estímulos no se producirá antes de 2018.

La política monetaria será acomodaticia a pesar del aumento en las perspectivas globales de inflación y el cambio de rumbo iniciado por la Fed.

Los tipos de interés continuarán en niveles similares a los actuales (tipo de referencia en 0,0%) en 2017 y 2018. **La retirada de estímulos monetarios *("QE")* no se producirá antes de 2018 y será muy gradual**.

En este entorno, estimamos que la TIR del bono a 10 años alemán aumente desde el 0,40% esperado para 2016 hasta 0,60% en 2017. Para 2018, nuestro escenario central refleja una TIR del 1,0% aunque el riesgo de revisión al alza es elevado.

Revisamos nuestras previsiones de crecimiento ligeramente al alza.

Revisamos nuestras previsiones de crecimiento al alza en una décima para 2016, 2017 y 2018 hasta +1,7% y +1,6% (2017 y 2018) respectivamente. Aumentamos nuestras previsiones de inflación hasta +0,7% (vs +0,3% anterior) en 2016, hasta +1,3% en 2017 (vs +1,2% anterior) y mantenemos sin cambios nuestras previsiones para 2018 en +1,5%.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Suiza: "El SNB intenta depreciar el franco pero su capacidad para intervenir en el mercado de divisas es limitada".

Los indicadores adelantados anticipan un repunte de la actividad**. La inversión empresarial se reactiva, la confianza del consumidor alcanza máximos de siete meses y las condiciones financieras son atractivas. **La inflación acumula 24 meses en negativo, pero identificamos síntomas de cambio a mejor en la dinámica de los precios. El SNB intenta depreciar el franco para reactivar el sector exterior y aumentar las perspectivas de inflación**. Los tipos de interés de referencia se mantendrán sin cambios en 2017 y la depreciación del franco será muy gradual porque **la capacidad del SNB para intervenir en el mercado de dividas es limitada e inferior a la de otros bancos centrales, como el BCE y la Fed.

El PIB crece a un ritmo del +1,3% gracias al aumento en el gasto público y la recuperación de la inversión empresarial. **El consumo privado pierde protagonismo y el sector exterior acusa la fortaleza del franco**.

Los indicadores de adelantados anticipan un repunte de la actividad.

Los indicadores adelantados (KOF´s) anticipan un repunte de la actividad en 2017. La inversión empresarial se reactiva (+2,4% en 3T´16), la confianza del consumidor alcanza máximos de siete meses y las condiciones financieras son atractivas. La producción industrial crece a un ritmo del 6,6%, las ventas al por menor se recuperan y la tasa de paro se mantiene estable.

Identificamos síntomas de cambio a mejor en la dinámica de los precios.

La inflación acumula 24 meses en negativo pero identificamos síntomas de cambio a mejor en la dinámica de los precios: (i) la caída en los precios de producción se atenúa (-0,6% en noviembre vs -5,5% en dic.2015), (ii) los precios de importación se estabilizan, (iii) la masa monetaria (M3) crece a un ritmo del 2,9%, (iv) la política monetaria del SNB es expansiva y (iv) la recuperación en los precios de la energía reduce la presión sobre el IPC.

El SNB intenta depreciar el franco para reactivar el sector exterior y aumentar las perspectivas de inflación. Los tipos de interés de referencia se mantendrán sin cambios en 2017 y la depreciación del franco será muy gradual:

La capacidad del SNB para intervenir en el mercado de dividas es limitada.

(i) **la capacidad del SNB para intervenir en el mercado de dividas es limitada e inferior a la de otros bancos centrales como el BCE y la Fed**. El volumen de reservas en moneda extranjera del SNB se sitúa en máximos históricos y

(ii) la recuperación de la inflación a medio plazo será gradual.

En este entorno, estimamos una depreciación leve y paulatina del franco suizo frente al euro.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Reino Unido: "Rumbo al *Brexit*: Menos crecimiento, mas inflación ".

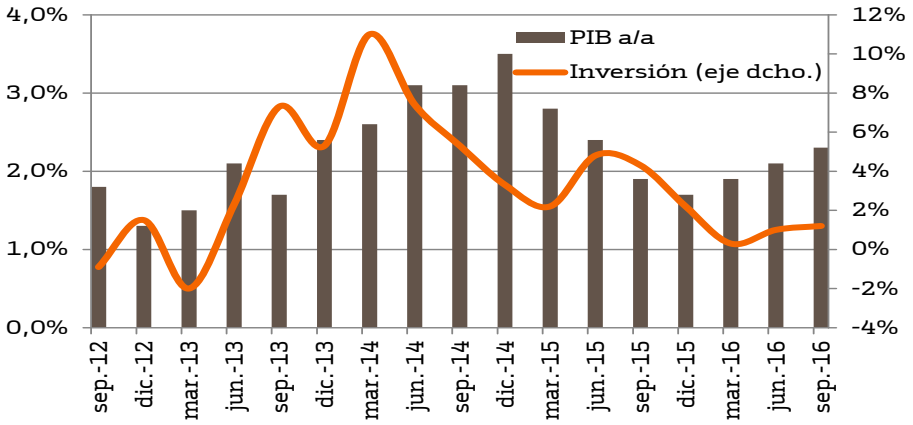
La incertidumbre sobre el calendario y el estado final de la desconexión con la UE sigue dominando la escena política y económica en el Reino Unido. El Banco de Inglaterra y el Gobierno están haciendo uso de todos los instrumentos disponibles para mitigar el impacto negativo del Brexit sobre su economía. A los estímulos en política monetaria anunciadas en agosto por el BoE (recorte de tipos y QE) se ha unido ahora el Gobierno moviendo ficha en política fiscal: plan de infraestructuras, mejoras impositivas y abandono del objetivo de superávit fiscal.

En el corto plazo, la economía británica sigue favorecida por una libra débil y los estímulos monetarios: PIB 2016 +2,2% y tasa de paro en el nivel más bajo desde 2005 (4,8%). Sin embargo, el Brexit ralentizará el crecimiento a niveles de 1,4-1,5% en 2017-18. La inflación comienza a repuntar y en el horizonte 2017-18 podría alcanzar tasas superiores al 2,4%. En este contexto de incertidumbre y previsible ralentización, el Banco de Inglaterra se muestra más proclive a mantener una política monetaria expansiva a pesar de que la inflación pueda exceder claramente su objetivo del 2,0% en el periodo 2017-18.

El calendario y el estado final de la desconexión con la UE siguen creando **incertidumbre sobre el futuro de la economía británica.** El juicio sobre la necesidad de aprobación parlamentaria para activar el artículo 50 del Tratado de Lisboa ha quedado visto para sentencia y la resolución del Tribunal Supremo tendrá lugar a principios de 2017.

El calendario y el estado final de la desconexión con la UE siguen creando incertidumbre sobre la economía.

Gráfico 1.7.: Evolución de PIB e Inversión.-



Fuente: Bloomberg

Ante esta situación, tanto el BoE como el Gobierno están haciendo uso de todos los instrumentos a su alcance para mitigar el previsible impacto negativo del Brexit sobre la economía. Primero fue **el BoE, que en su reunión de Agosto recortó los tipos al 0,25% e introdujo un programa de compra de bonos** por valor de 435.00mn de libras.

Tras los estímulos monetarios del BoE, el Gobierno actúa en política fiscal: plan de infraestructuras y mejoras impositivas.

Más recientemente ha sido el **Gobierno quien ha movido ficha en política fiscal.** En la Declaración de Otoño ante la Cámara de los Comunes, el ministro de economía Philip Hammond ha anunciado un plan de infraestructuras y mejoras en materia

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

impositiva. El Gobierno **abandona ahora el objetivo del ejecutivo conservador anterior de eliminar el déficit presupuestario en este curso parlamentario.**

El Gobierno abandona el objetivo de superávit presupuestario en este curso parlamentario.

El Gobierno creará un fondo dirigido a mejorar la productividad del país ("National Productivity Investment Fund"), dotado con 23.000M GBP en los próximos cinco años. En materia impositiva, subirá tanto el mínimo exento como la frontera para cotizar en el tramo más alto del impuesto sobre la renta. A nivel corporativo, se compromete a reducir gradualmente el tipo impositivo hasta el 17% para 2020 (el más bajo en el G20).

Por otro lado, **destacados miembros del Gobierno** (Philip Hammond, David Davis) han estado haciendo **declaraciones tendentes a promover un *soft-Brexit*:** posibilidad de contribuir al presupuesto de la UE a cambio de acceso al mercado único, posibilidad de actuar en el mercado laboral para evitar situaciones de escasez en posiciones clave….

Destacados miembros del Gobierno a favor del soft-Brexit.

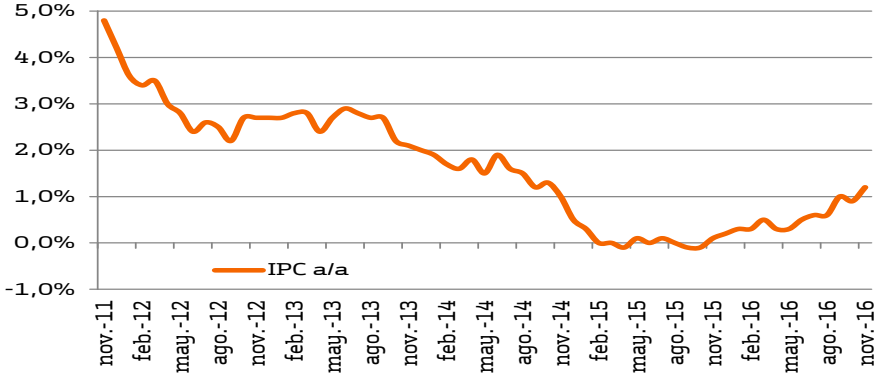
En el corto plazo, la economía británica mantiene un buen ritmo soportado por una libra débil y los estímulos monetarios. El PIB crece al ritmo del 2,2% en 2016 con la menor tasa de paro desde 2005 (4,8%). Sin embargo, el *Brexit* podría ralentizar el crecimiento a niveles del 1,4-1,5% para 2017-18.

Una libra débil y los estímulos monetarios soportan la economía en el corto plazo.

Por el lado de la inflación, el repunte es ya evidente (1,2% en Noviembre) y en el horizonte 2017-18 podría alcanzar tasas superiores al 2,4% debido fundamentalmente al impacto de los precios de importación. La depreciación de la libra ha llevado a que empresas europeas (Unilever) o americanas (Microsoft o Mondelez International) hayan anunciado subidas de precios en Reino Unido para contrarrestar el impacto de la moneda.

La inflación comienza a repuntar y podría alcanzar tasas superiores al 2,4% en 2017-18.

Gráfico 1.8.: Evolución de la inflación.-



Fuente: Bloomberg

En este contexto de incertidumbre y previsible ralentización, **el Banco de Inglaterra se mantiene más inclinado a mantener una política monetaria expansiva** a pesar de que la inflación llegue a superar claramente el objetivo del **2**% en 2017-18.

El BoE mantendrá una política expansiva, a pesar del repunte de la inflación.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

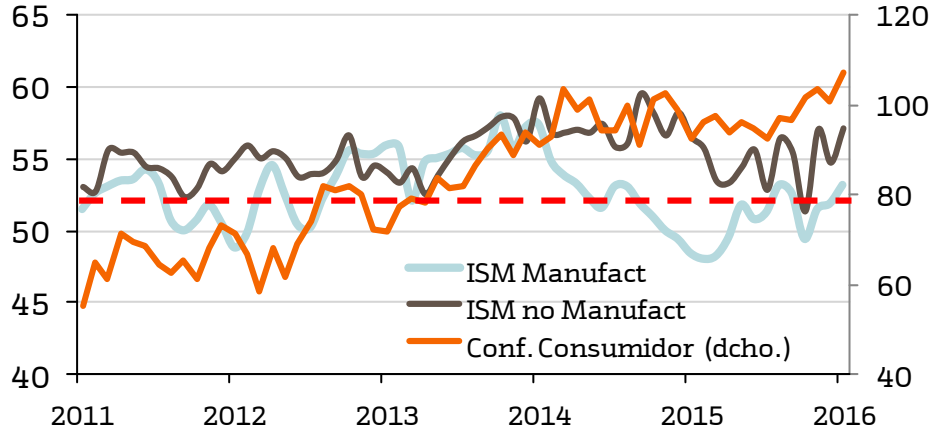
EE.UU: "La política fiscal acelerara el ciclo expansivo".

La elección de Trump como presidente de EE.UU. ha generado una expectativa de mayor crecimiento económico, basada en los estímulos fiscales de su programa. El plan de inversión en infraestructuras y los recortes de impuestos pueden ser dinamizadores adicionales de un crecimiento que ya está ganando "momentum", apoyado en la notable reducción del desempleo y la solidez del consumo. Por lo tanto, la economía alcanzará una velocidad de crecimiento superior en 2017 y 2018, aunque EE.UU. se enfrenta a la amenaza de unos tipos de interés más elevados y el potencial de crecimiento a largo plazo no cambiará sustancialmente.

La reacción alcista de las bolsas tras la elección de Trump como presidente de EE.UU. aconseja plantearse si el mercado está sobrereaccionando al anticipar una nueva era de mayor crecimiento económico antes de que el presidente electo haya tomado posesión de su cargo. A pesar de que las **medidas** contempladas en un **programa electoral** deben ser tratadas con **gran cautela**, la expectativa de una aceleración del ciclo económico está razonablemente fundamentada.

La sólida creación de empleo y el crecimiento del consumo son las principales fortalezas de la economía americana.

Gráfico 1.9.- Indicadores adelantados



Fuente: Bureau of Labour Statistics. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En primer lugar, la **coyuntura** que Trump hereda de la presidencia de Obama es **favorable** y la economía americana está mostrando mayor vigor tras un comienzo de año más débil. Los indicadores adelantados mejoran de forma sustancial y el crecimiento del PIB ha ganado inercia en el 3T16 (+3,2% en tasa trimestral anualizada frente a +1,4% en 2T y +0,8% en 1T) gracias al **crecimiento del consumo**.

El repunte de los indicadores de confianza en el último trimestre permite pensar en una aceleración del ciclo en 2017

En segundo lugar, los **estímulos fiscales** en forma de recortes de impuestos contribuirán a mejorar la renta disponible de las familias, ya impulsada a lo largo de los últimos años por la creación de empleo, la reducción de la tasa de paro hasta el 4,6% y el incremento de +2,5% en los salarios.

Otros elementos clave de los estímulos fiscales son el **recorte** en el **Impuesto de Sociedades** (que podría bajar hasta el 15% y

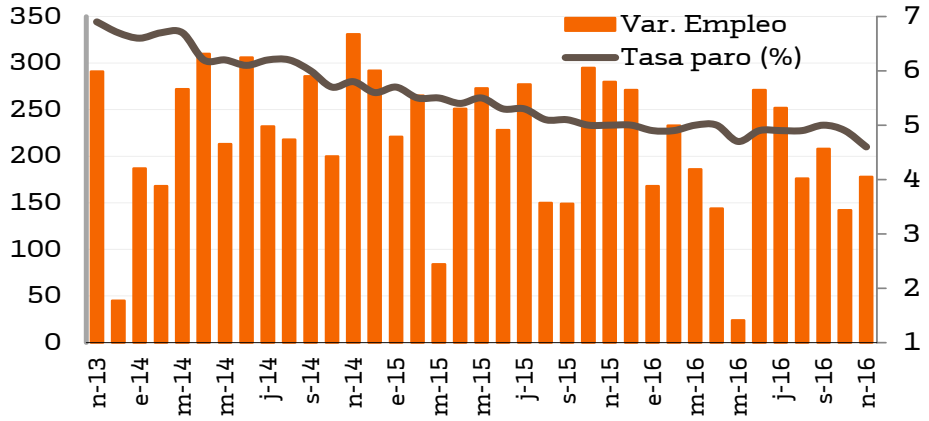
© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

el ambicioso plan de **inversión en infraestructuras** por un importe máximo de 500.000 M$ durante los próximos años. Aunque estas medidas **sólo se implementen parcialmente**, suponen un punto de inflexión tras una etapa de contención del gasto público y menor inversión por el exceso de capacidad.

Los estímulos fiscales tendrán un impacto directo sobre el consumo, la inversión y el gasto público, principales dinamizadores del crecimiento americano

¿Significa esto que la política económica de Trump sólo tendrá efectos positivos? En modo alguno. En nuestra opinión, el **crecimiento** puede enfrentarse a **2 obstáculos**. Los estímulos fiscales contribuirán a que la inflación se sitúe en niveles superiores a +2,0% desde principios de 2017, lo que estimamos obligará a la Fed a aumentar los **tipos de interés** hasta 1,0% / 1,25% en 2017 (frente a 1,25% / 1,50% previsto por la Fed). En segundo lugar, el **sector exterior** puede verse **penalizado por la apreciación** inicial del **dólar** derivada de las mayores expectativas de crecimiento y tipos de interés y por la amenaza sobre el comercio exterior que representan las posturas más proteccionistas de Trump.

Gráfico 1.10.- Indicadores clave del mercado laboral.



Fuente: Bureau of Labour Statistics. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Sin embargo, el impacto de estos factores negativos sobre la economía será limitado. Aunque algunas propuestas se moderen para no elevar en exceso el déficit público, Trump cuenta con el apoyo de un **Congreso controlado por el Partido Republicano** para implementar unos estímulos fiscales que actúan sobre las principales palancas de crecimiento de la economía. El recorte de los impuestos favorece claramente al consumo, que genera el 69% del PIB estadounidense y la inversión en infraestructuras eleverá el gasto público, que equivale al 17% del PIB. Por el contrario, una menor contribución del sector exterior, (equivalente a un 3,5% del PIB), es un impacto manejable.

... de forma que el ciclo expansivo se mantenga a pesar del aumento de tipos de interés y la menor contribución del sector exterior.

En definitiva, **revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento del PIB** desde +2,0% hasta **+2,3%** para el año **2017** y desde +1,8% hasta **+2,4% en 2017.**

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

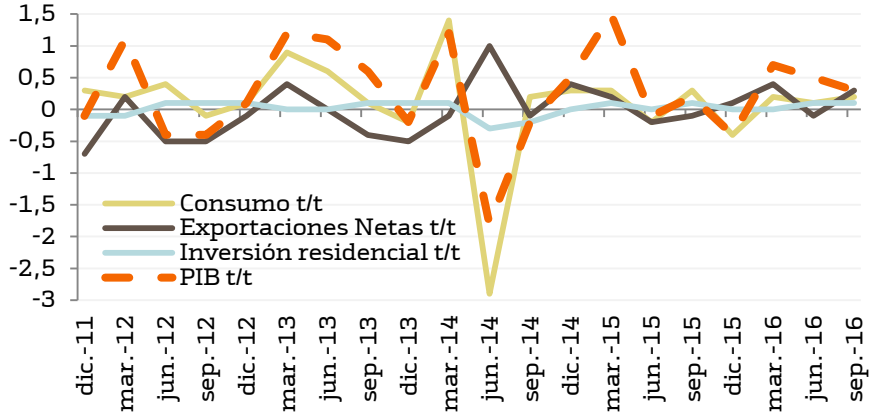
Japón: "Yen débil: caballo ganador"

Por fin un respiro. El balón de oxígeno llega en forma de depreciación del yen. Y esto es casi todo: mejora de la competitividad exterior vía precios. Los inmensos paquetes de estímulos del Gobierno de Abe y el control de la curva de tipos del BoJ, también ayudan. Pero la realidad es que su impacto sobre la economía de Japón es mucho más efímero. Por tanto, la debilidad del yen - principalmente frente al dólar - es la clave. La aceleración del ciclo global, liderado por el crecimiento de EE.UU., abre una oportunidad para que la Demanda Externa de Japón repunte lo suficiente como para mantener un equilibrio económico razonable, en un país exento de paro, con una cultura arraigada en el ahorro y una población envejecida.

La economía japonesa muestra algo más de **tracción desde los dos últimos trimestres** (PIB 2T +0,9% a/a y PIB 3T +1,1% a/a). Los factores de impulso son esencialmente dos: **(i)** Por un lado, el **paquete de estímulos** (28 billones JPY de los que 13 billones JPY son medidas fiscales) anunciado por Abe para contrarrestar las posibles consecuencias económicas de la victoria de Trump, quien durante su campaña electoral se opuso al acuerdo comercial contemplado en plan de reformas económicas de Abe. **(ii)** Por otro lado, **la depreciación del yen** ha favorecido al sector exterior, compensado la debilidad de la Demanda Interna (salarios estancados e inversión empresarial en detrimento).

Los indicadores macroeconómicos siguen reflejando debilidad: Producción Industrial -1,3%; Ventas Minoristas -0,1%; Confianza del Consumidor 40,3 (tres meses consecutivos con descensos)...

Gráfico 1.11.- Evolución del PIB (t/t) y principales componentes.



Fuente: Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

¿Mejoran las perspectivas para los próximos trimestres? En nuestra opinión, sí. La trayectoria mejora pero de forma progresiva gracias, fundamentalmente, al sector exterior. A continuación exponemos los principales argumentos:

...el rebote del PIB se explica por los estímulos económicos y la depreciación del yen.

(i) El **yen** ha perdido atractivo como activo refugio (como el oro y el Bund) en un contexto de mayor aceptación al riesgo y por la mejora del ciclo expansivo. De manera que su **depreciación** será la tendencia para los próximos trimestres. El sector exterior (el 16% del PIB), castigado hasta ahora por el fortalecimiento de la divisa, recuperará el impulso gracias a una mayor ventaja competitiva vía

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

precios. Estimamos que el cruce **euroyen** se moverá hacia el rango **130/140** en los próximos dos años.

(ii) **EE.UU.** juega un papel relevante en la economía de Japón por ser uno de sus principales socios comerciales (consumen el 25% de las exportaciones niponas). En el ranking de los países de origen de las importaciones de EE.UU., Japón ocupa la 4ª posición, representado sólo el 7% de las importaciones americanas frente al 27% de **China**, que sustenta la 1ª posición. Por tanto, las **tensiones comerciales** entre China y EE.UU. podrían favorecer las exportaciones de Japón (ganando posiciones en ranking), en un contexto en el que se espera que la **Administración de Trump** aumente el Gasto e incentive el Consumo. Además, la apreciación del dólar - por el aumento de tipos de interés de la Fed – hacen más atractivas las importaciones de productos japoneses por un yen más barato.

La Demanda Externa retomará inercia, impulsada por la depreciación del yen (rango estimado euroyen 130/140) y la mejora del ciclo global.

(iii) El control de la curva de tipos por parte del BoJ (para mantener la **rentabilidad de los bonos a 10 años** en torno a 0,0%) favorecerá al **sector financiero y la oferta de crédito**. En consecuencia, el Consumo y la Inversión Empresarial deberían comenzar a mostrar un mejor tono. La medida adoptada por el BoJ, no sólo está funcionando sino que supera las expectativas, más allá de evitar rentabilidades negativas en el tramo largo de la curva. De hecho, la TIR del bono a 10 años se mantiene **en terreno positivo** desde el 15 noviembre. Actualmente se sitúa en +0,075%, recuperando el nivel de principios de año. Pensamos que el *steepening* de la curva continuará. Estimamos que la tendencia de la TIR continuará siendo ligeramente alcista, alcanzando una rentabilidad en torno a +0,30% en 2017 y +0,50% en 2018.

La apreciación del dólar juega a favor de las exportaciones japonesas hacia EE.UU.

El control de la curva de tipos por parte del BoJ ha logrado rentabilidades positivas en tramo largo, que favorecerán al sector financiero y la oferta de crédito.

La inflación sigue siendo el reto. El BoJ ha aplazado – por 5º vez en cuatro años– la consecución del objetivo del 2% hasta abril 2019 (año fiscal) por la debilidad del Consumo (representa el 56% del PIB). El nuevo calendario encaja con el aumento del IVA (del 8% al 10%), también pospuesto hasta octubre de 2019. **El IPC** se situó en octubre en +0,1% (último registro) y **estimamos** que sólo avanzará hasta **+0,5% en 2017 y +1% en 2018** (sin cambios desde nuestro último informe). El BoJ mantiene el "QQE with Yield Curve Control" (las compras de bonos seguirán a un ritmo de 80 billones JPY/año) y el tipo de interés en -0,10%. Si bien, siguiendo la estela de otros bancos centrales podría comenzar a hablar de *tapering* en el 4T´17 o el 1T´18 (reduciendo el volumen de compras en -10 billones JPY hasta 70 billones JPY/año).

En definitiva, la debilidad del yen y la previsible mejora de la demanda americana impulsarán las exportaciones japonesas. El Gasto Público (20% del PIB) seguirá siendo elevado para compensar la falta del empuje del Consumo y la Inversión en Capital. **Revisamos al alza nuestras previsiones de crecimiento hasta +0,9% en 2017** (desde +0,8% estimado en septiembre) **y hasta +1,1% en 2018** (vs. +0,6% anterior).

Revisamos al alza nuestras previsiones: PIB´17 hasta +0,9% (vs. +0,8% estimado en septiembre) y PIB´18 hasta +1,1% (vs.+0,6% anteriormente estimado).

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Emergentes: "La victoria de D. Trump empeora su situación a medio plazo."

El empeoramiento de la visibilidad después de la elección de D.Trump hace menos atractivas estas economías para el próximo trimestre. Ganaremos visibilidad, y por lo tanto predictibilidad, una vez conozcamos los detalles de las nuevas políticas comerciales. Aun así seguimos viendo recorrido a India y preferimos estar fuera de China, Brasil y Rusia.

En el **conjunto de países emergentes** se ha producido un empeoramiento de la situación después del 9 de noviembre, tras la victoria de D. Trump. Todo apunta a que las políticas comerciales más proteccionistas afectarán negativamente a las economías emergentes en primer lugar. Todavía es pronto para valorar sus efectos con detalle pero lo que es un hecho es que estos países han perdido atractivo en el medio plazo. Hasta que no tengamos detalles de qué política y cómo se van a implementar no podemos valorar exactamente las implicaciones. Por lo que, bajo nuestro punto de vista, la pérdida de visibilidad les resta atractivo. A pesar de esto no podemos valorar a todos los países por igual. **En 2017 será determinante la selección de países.**

Trump ha empeorado la visibilidad de los emergentes con sus políticas proteccionistas .

Bajo nuestro criterio, en el conjunto de países emergentes, **India** todavía es una oportunidad de inversión. En principio es de los emergentes menos afectados por la decisiones de EE.UU. ya que solo el 26,8% de sus exportaciones se dirigen a esta economía (es un número bajo tratándose de un país emergente) y que el 8,2% de sus importaciones vienen desde EE.UU.

Además, en el **último trimestre hemos constatado la buena marcha de su economía** a través de la publicación de buenos datos macroeconómicos. La inflación ha sido contenida en noviembre hasta el +3,6% interanual. Este nivel no se veía desde 2014. El crecimiento para el 3T llega hasta +7,3%, lastrado en esta ocasión por un sector industrial que no termina de repuntar. Para dar otro impulso adicional, el Banco Central de India ha decidido hacer más acomodaticia su política monetaria y en octubre han rebajado tipos hasta +6,25% desde +6,50%. Por último su consumo interno goza de buena salud. La Balanza Comercial nos ha mostrado un incremento del consumo interno a través de un aumento del déficit comercial en octubre hasta -10.200M$ desde -8.300M$ en septiembre. Como indicador el índice de Confianza del Consumidor elaborada por la empresa Marstercard muestra unos niveles en máximos históricos en 97,63 puntos.

India presenta una sólida macroeconomía y está relativamente poco afectado por el comercio proteccionista de EE.UU.

A pesar del bueno momento del país no perdemos de vista las **amenazas a las que se enfrenta de cara a 2017. (1)La masiva retirada de efectivo** para luchar contra la economía sumergida, podría lastrar sectores donde se utilizan este tipo de transacciones en efectivo. Los más afectados serían la construcción y la agricultura. Debido al gran peso que representan en la actividad del país podrían provocar un shock

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

más pronunciado que el estimado con anterioridad de 50-100 puntos básicos de PIB. Aun así prevemos un crecimiento al +8,0% en 2017 y +8,3% en 2018. Recordamos que Modi decretó el 8 de noviembre la retirada de los billetes de 5.000-1.000 Rupias para ser canjeados por nuevos de 500 y 2.000 Rupias. Esta medida pretende reducir el blanqueo de capitales y la economía sumergida para así aumentar la recaudación fiscal lo que repercutirá positivamente en el crecimiento del país. **(2) La subida del precio de petróleo** podría afectar de manera negativa a sus cuentas exteriores. India es un país importador de energía que se ha visto muy beneficiado en el pasado por la rebaja de los costes energéticos y que ahora podría notar el impacto de una subida de precios.

Ojo a las dos amenzadas del 2017: (1) rebaja de actividad en construcción y agricultura (2) subida de los precios del petróleo.

A pesar de las amenazas, seguimos pensando que **India** es un buen país para tener posiciones siempre que nuestro perfil nos lo permita. Las políticas que Modi tiene que implementar nos parece que tendrán una repercusión positiva por la apertura de su economía.

En **China**, durante el 2016, hemos vivido nuevas medidas del gobierno para luchar contra uno de sus principales caballos de batalla, el endeudamiento, pero que finalmente han resultado insuficientes. **Para el 2017 lo que más nos preocupa de esta economía siguen siendo sus elevados niveles de endeudamiento.** Es un problema que se ha convertido endémico y que difícilmente veremos solventado en un periodo de uno/dos años. Gran parte de ese endeudamiento está soportando la burbuja en el mercado inmobiliario. A parte del problema que esto supone para las economías domésticas hay un problema macroeconómico de fondo que podría empeorar la visión del país. La partida de inversiones que se tiene en cuenta para el cálculo del PIB está formada un 45% por el valor total de la inversión en vivienda. Esto dota de poca estabilidad a sus cifras de PIB aunque dudamos que se refleje de forma oficial. Para el 2017 creemos que el gobierno se permitirá anunciar una rebaja hasta el 6,3% mientras que en 2018 podríamos conocer el 6,0%.

Su **macroeconomía aunque positiva es insuficiente para impulsar un crecimiento del país.** Su PIB para el 3T se ha publicado en +6,7% repitiendo la cifra desde principio de año. Esto muestra un claro estancamiento de la actividad. El PMI Caixin Manufacturero también se ha parado en el entono de los 50 puntos con una observación para noviembre de 50,9.

China será el país más afectado por las políticas proteccionistas de EE.UU. con una actividad claramente estacada, no creemos que sea oportunidad de inversión.

Una de las partidas que podríamos ver empeorar más en 2017 son las inversiones extranjeras. En noviembre interanualmente se han reducido paulatinamente a +3,9% desde +5,1% en enero. Posiblemente las nuevas políticas comerciales y de políticas de exterior aplicadas en Estados Unidos por el gobierno de Trump empujen aún más a la baja esta cifra. Además, **la alta dependencia comercial de la economía norteamericana**, es su principal socio comercial con el doble de volumen que el segundo que es Japón, **podría verse seriamente deteriorada dañando así sus cuentas exteriores**.

En este contexto podríamos ver en la celebración del décimo noveno Congreso Nacional del Partido Comunista en octubre,

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

alguna nueva batería de medidas para reactivar la economía. Pero todavía queda mucho por lo que creemos que es mejor mantenerse fuera del país a nivel inversión.

Brasil este trimestre nos ha sorprendido por la velocidad de recuperación de su economía. Hemos tenido que revisar al alza nuestras estimaciones porque se habían quedado ligeramente atrás. No hay ninguna razón ni política ni económica, por la que esto haya pasado pero es verdad que **alguna de sus variables macro muestran mejor tono.** Las exportaciones ascienden a 16.220M$ en noviembre (+18,21% m/m). La inflación está en descenso hasta +7% en noviembre. La inversión directa extranjera ha ascendido hasta 8.400M$ en octubre desde 5.300 en septiembre. Lo más importante es que el PIB ha repuntado en el 3T hasta -2,9% desde casi -6,0% a principio de año. Para 2017 prevemos una crecimiento plano del +0,0% y para el 2018 un incremento de +2,0%. Aún así todavía tiene importantes variables en retroceso como la producción industrial de octubre con -7,3% o sus PMIs por debajo del umbral de 50 (zona de expansión).

Brasil muestra una mejoría no justificada por lo que seguimos sin confiar en el país.

Por todo esto no vemos un mejoría que pueda justificar entrar en el país con motivo de inversión. Preferimos permanecer fuera.

Por último, **Rusia** nos ha sorprendido en sentido contrario. Pensábamos que su recuperación sería más acelerada. Su macro va en buena dirección pero no es lo suficientemente buena para considerar el país como un destino de inversión. Lo que vemos para los próximos meses es una **mejoría producida directamente por el aumento de los precios del petróleo.** Pensamos que será el impulso que le falta para recuperar el terreno perdido. Muchas de sus empresas se verán beneficiadas de este aumento por lo que la selección de nombres será la clave para acertar. Para el 2017 creemos que Rusia crecerá +0,7% y para el 2018 +1,3%.

Algunas compañías de Rusia se verán beneficiadas de la subida de los precios del petróleo.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

PERSPECTIVAS PARA LAS PRINCIPALES DIVISAS

DIVISA	RANGO PROBABLE (dic.´17)	RACIONAL	TENDENCIA
Dólar	1,00/1,10	El dólar se mantendrá reforzado y puede situarse de forma puntual en la paridad durante el 1S17 ante la expectativa de crecimiento, inflación y tipos de interés más altos. A medida que avance 2017, el dólar debería debilitarse y asentarse en el rango 1,05$ / 1,10$ una vez que el mercado vaya descontando un aumento del déficit público por los estímulos fiscales puestos en marcha por Trump.	Lateral
Yen	130/140	Tendencia de depreciación del yen por tres factores: (i) Pérdida de atractivo como activo refugio (al igual que el oro y el Bund) en un contexto de mayor aceptación al riesgo y de aceleración del ciclo global. (ii) La debilidad de los indicadores macroeconómicos de Japón sugiere mayor *gap* de crecimiento con otras economías (EE.UU. y Europa). (iii) La política monetaria del BoJ seguirá siendo ultra expansiva durante los próximos dos años. Se amplía el diferencial de tipos de interés, sobre todo contra el T-Note.	Depreciatoria
Franco Suizo	1,10/1,15	El SNB intenta depreciar el franco para reactivar el sector exterior y aumentar las perspectivas de inflación pero su capacidad para intervenir en el mercado de dividas es limitada. El volumen de reservas en moneda extranjera se sitúa en máximos históricos y la depreciación del franco será muy gradual.	Lateral
Libra	0,82/0,89	Esperamos que la libra se deprecie de nuevo en 2017, aunque en menor medida que en 2016. La inflación ha empezado a repuntar por la debilidad de la libra y muy probablemente alcance tasas por encima del 2,4% . Sin embargo, el Banco de Inglaterra considera que este repunte es temporal y se muestra más preocupado por la previsible desaceleración de la economía por el impacto del *Brexit* con lo que seguirá manteniendo tipos bajos.	Depreciatoria

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

2.- España: "Se acabó la recuperación, empieza la expansión."

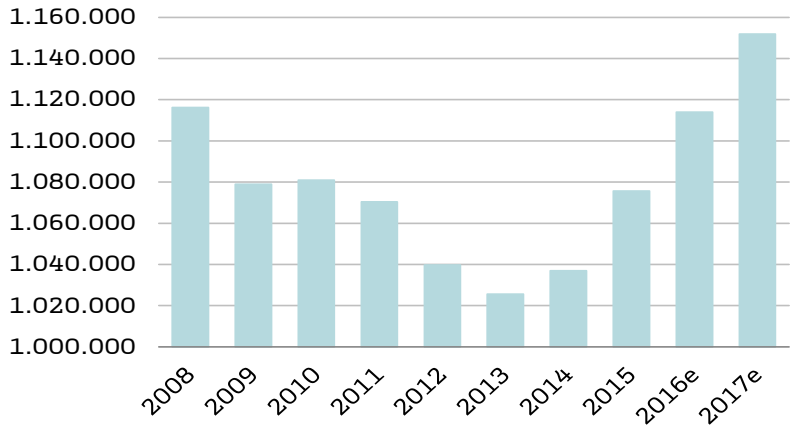
La actividad ha superado un año lleno de obstáculos con más fuerza de lo esperado. El crecimiento económico seguramente sobrepasará el ritmo de 2015. Así, se recuperará todo el PIB perdido durante la crisis y además, con una dinámica saludable ya que todas las partidas están en positivo.

En el mercado laboral la situación no es tan favorable. El empleo ha estado mejorando desde hace tres años pero hasta 2020 no se volverá a los niveles de 2008, según nuestras estimaciones. Por tanto, empleo y finanzas públicas siguen siendo los puntos débiles de nuestra economía si bien se están haciendo avances en ambos terrenos.

Podemos decir que la economía comienza ahora a expandirse ya que, hasta la fecha, sólo había estado recuperando lo perdido durante la crisis.

Aún así, merece la pena volver a recalcar que la recuperación ha sido más rápida de lo esperado. La actividad se estuvo contrayendo durante cinco ejercicios (2008-2013) y en sólo tres años ha conseguido remontar y volver al nivel de 2008.

Gráfico 2.1.- Evolución del PIB nominal (Millones €).



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En tres años la economía ha sido capaz de recuperar lo perdido durante la crisis.

Eso sí, durante estos años ha cambiado radicalmente la composición del PIB. Como hemos venido señalando, el peso de la Construcción se ha reducido en favor de las Exportaciones, cambio que reflejan las cifras en rojo de la Tabla 2.2. En dicha tabla podemos apreciar también que el grueso del repunte de las Exportaciones se explica por las ventas de bienes y no tanto por los servicios. Por tanto, parece que "hay vida" más allá del turismo (el turismo se incluye en la partida de servicios).

La Construcción ha reducido su peso en el PIB en 7 p.p. prácticamente lo mismo que ha aumentado la ponderación de las Exportaciones.

Analizando el PIB por el lado de la oferta, también se aprecia la corrección en la Construcción y, desafortunadamente, también en la Industria. Por su parte, el Sector Primario se ha

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

mantenido estable y el de Servicios ha mejorado. En este punto, ha sido notable la contracción en la Actividad Financiera mientras que el sector de Información y Comunicación ha mejorado, y recientemente, también el de Actividades Profesionales

Tabla 2.2.- Desglose de los componentes del PIB.

% del PIB	2008	2015	2016e	2017e
Consumo hogares	56,3%	56,5%	56,3%	56,3%
Gasto público	19,5%	19,3%	19,0%	18,7%
Construcción	**16,5%**	10,4%	10,3%	**10,3%**
Inversión bienes de equipo	7,4%	7,0%	7,4%	7,8%
Inversión activos inmateriales	4,8%	3,0%	3,0%	3,0%
DEMANDA INTERIOR	105,8%	97,5%	97,2%	97,1%
Exportaciones	**26,5%**	33,1%	33,6%	**34,1%**
Exportaciones de bienes	17,7%	23,3%		
Exportaciones de servicios	8,7%	9,9%		
Importaciones	32,2%	30,7%	30,8%	31,2%
Importaciones de bienes	25,6%	25,3%		
Importaciones de servicios	6,7%	5,4%		
DEMANDA EXTERIOR	-5,8%	2,5%	2,8%	2,9%

Fuente: Eurostat. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

El PIB terminará expandiéndose este año una décima más que en 2015 y pensamos que volver a sorprender al alza en 2017.

De cara al futuro pensamos que el buen tono de la actividad continuará. En el 3T el PIB avanzó +0,7% t/t y +3,2% a/a. En el 4T deberíamos ver un incremento similar dejando la tasa interanual en +3,1% de forma que **la media del año quedaría en +3,3%**, una décima por encima del crecimiento de 2015 y del consenso. **En 2017 estimamos una expansión de +2,8%**, de nuevo por encima de las estimaciones del consenso del mercado (+2,4% en Bloomberg) ya que esperamos que la economía será capaz de volver a sorprender al alza como ha ocurrido en el pasado.

Otro ámbito donde se pone de relieve el crecimiento es en el **inmobiliario**, que sigue acelerando su ritmo antes que ralentizándolo. Los precios están marcando nuevos máximos post-crisis en las zonas *prime* del segmento residencial y oficinas ubicadas en el *Central Business District* (*CBD*). En nuestra opinión, los precios inmobiliarios en España han completado ya buena parte de su fase alcista (3/4 del recorrido), por lo que quedaría aproximadamente 1/4 adicional que estimamos se materializará en 2017, alimentado por un flujo inversor hacia activos tanto residenciales como comerciales.

A nivel de empleo queda mucho por recorrer

Se acabó la recuperación, pero esto es sólo en términos de PIB porque a **nivel de empleo** todavía queda mucho camino por recorrer, y es que la recuperación se ha apoyado en ganancias de **productividad** que, en gran medida, se han basado en la

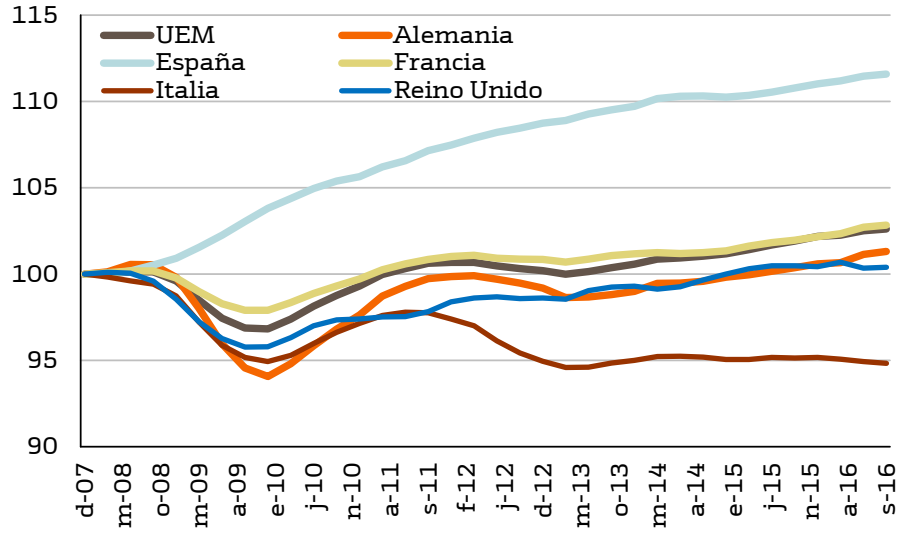
© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

reducción de los costes laborales (destrucción de empleo y caída de los salarios).

Ahora bien, venimos observando que los índices de productividad se mantienen en un contexto de recuperación del empleo y de los salarios. Por tanto, la economía española habría entrado en una dinámica más positiva en la que la productividad se estabiliza o incluso aumenta gracias al mayor valor añadido de la producción ya que el factor trabajo está subiendo desde principios de 2014. Asimismo, dicha evolución favorable en la productividad podría explicarse por una mayor eficiencia en la utilización de los recursos fruto de las inversiones realizadas en el pasado reciente y de la innovación. Este aspecto es relevante y esperanzador, máxime si tenemos en cuenta que el tejido industrial español se caracteriza por su atomización siendo las pequeñas empresas tradicionalmente menos productivas.

Las mejoras de productividad se mantienen en un contexto de recuperación del empleo y salarios.

Gráfico 2.3.- Evolución de la productividad por empleado (media móvil 4 trimestres, índice 100=4T'07).



Fuente: Eurostat. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Volviendo a la **evolución del empleo**, las altas a la Seguridad Social están aumentando prácticamente al mismo ritmo que el PIB (+3%) hasta la cifra de 17,8M de afiliados en noviembre, todavía lejos de los 19,4M de 2008. Al ritmo actual, no se recuperaría toda la afiliación hasta finales de 2019 pero estimamos algo de ralentización por lo que el proceso podría extenderse un año más. En términos de la EPA, los registros del 3T fueron muy positivos con un descenso de **la tasa de paro** desde 20,0% hasta 18,9% en el 3T. Esta tendencia se mantendrá durante los próximos años de forma que situamos **nuestras estimaciones en 18,8%, 17,1% y 15,7% a finales de 2016, 2017 y 2018, respectivamente.**

La producción se ha recuperado en tres años pero no se conseguirá volver a los niveles de empleo de 2008 hasta 2020, según nuestras estimaciones.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Tabla 2.4.- Empleo por sectores.

(miles, último día mes)	Afiliación a la Seguridad Social				
	Total	Agricultura	Industria	Construcc.	Servicios
2007	19.152,3	1.148,8	2.733,3	2.584,8	12.685,3
enero-14	16.101,6	1.132,1	1.992,1	944,0	12.033,5
octubre-16	17.666,2	1.117,8	2.136,4	1.064,7	13.347,3
Destrucción crisis	-3.050,7	-16,7	-741,2	-1.640,8	-651,8
Recuperación	1.564,6	-14,3	144,3	120,8	1.313,8
% recuperado	**51%**	**-86%**	**19%**	**7%**	**202%**

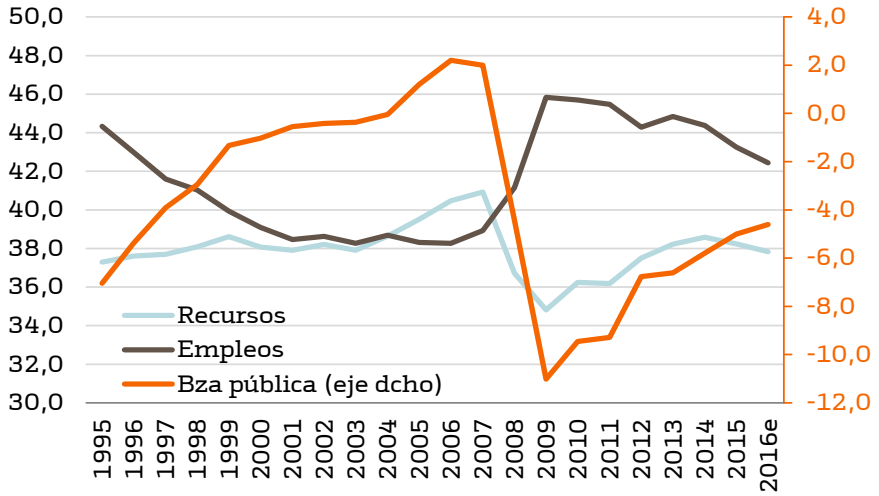
Fuente: M. de Trabajo. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

En cuanto a **los salarios**, han empezado a recuperarse, pero de forma muy suave. Según el INE, el salario mensual por trabajador se sitúa en 1.860€ (media de los tres primeros trimestres del año) mientras que alcanzaba 1.800€ en 2008 que, ajustando por la inflación, asciende a 1.917€ actuales. Por tanto, todavía no se ha completado la recuperación de los salarios, que se encuentran un 3% por debajo de su media de 2008 (ajustando por la inflación).

Además del elevado desempleo, el otro punto débil de la economía tiene que ver con la **evolución de las finanzas públicas.** En el Informe de Estrategia del trimestre pasado señalábamos que difícilmente se cumplirían los objetivos de déficit. Ante ese panorama el Ejecutivo se ha visto obligado a anunciar una serie de medidas que deberían permitirle cumplir con el objetivo de déficit pactado con Bruselas para el año 2017.

Con las medidas que se van a poner en marcha en 2017 sí podría cumplirse el objetivo de déficit pactado con Bruselas.

Gráfico 2.5.- Ingresos y gastos públicos (% PIB).



Fuente: M. de Hacienda. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Entre lo más relevante se encuentra la subida del impuesto de sociedades vía menores deducciones, el incremento en los impuestos al alcohol destilado y el tabaco así como una nueva figura impositiva sobre las bebidas azucaradas, y un aumento en las contribuciones a la Seguridad Social vía subida de las bases (la mínima por el incremento en el SMI y la máxima un +3%). Con esto el Estado podría terminar recaudando 7.500M€ adicionales en 2017, lo que ayudaría a cumplir el objetivo de déficit de -3,1% del PIB en dicho ejercicio.

Tras un 2016 plagado de incertidumbre, la economía afronta un escenario algo más estable.

En conclusión, la economía atraviesa un momento relativamente dulce. Tras un 2016 de marcado carácter político, plagado de incertidumbre, la economía afronta un escenario algo más estable. España, foco de tensión en el pasado, ha "esquivado" el riesgo de los populismos, riesgo que sí se ha materializado en otras geografías. Por tanto, la actividad encara 2017 con inercia positiva y, de nuevo, con cierta presión por parte de Bruselas para continuar con la consolidación fiscal y las reformas.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

PERSPECTIVA SOBRE ESPAÑA

ESCENARIO CENTRAL

Contexto Macro

Crecimiento equilibrado, con todas las partidas en positivo, y dinamismo en la creación de empleo.

Factores directores

El crecimiento sorprende al alza y Bruselas vuelve a ejercer presión en pro de la consolidación fiscal y las reformas.

Consecuencias prácticas

Inercia positiva de cara a 2017 si bien esperamos un ligero freno en la actividad

Reacción del mercado

La bolsa debería ir poniendo en precio la mejora de BPAs. La acción del BCE mantiene soportada la deuda periférica.

Estrategia recomendada

Oportunidades en renta variable e inmobiliario y neutral en renta fija.

TABLA DE PREVISIONES MACRO (*):

España, cifras clave	*2015r*	*Pesimista*	*2016e Central*	*Optimista*	*Pesimista*	*2017e Central*	*Optimista*	*Pesimista*	*2018e Central*	*Optimista*
PIB	***3,2%***	*3,1%*	***3,3%***	*3,4%*	*2,3%*	***2,8%***	*3,2%*	*1,8%*	***2,6%***	*3,3%*
Consumo Privado	***2,8%***	*3,0%*	***3,1%***	*3,3%*	*2,4%*	***2,7%***	*3,0%*	*1,9%*	***2,4%***	*2,8%*
Gasto Público	***2,0%***	*1,3%*	***1,4%***	*1,5%*	*1,0%*	***1,3%***	*1,5%*	*1,0%*	***1,5%***	*2,0%*
Inversión empresarial	***8,8%***	*5,8%*	***5,9%***	*6,0%*	*6,6%*	***6,9%***	*7,2%*	*6,6%*	***7,1%***	*7,6%*
Construcción	***4,9%***	*2,1%*	***2,2%***	*2,3%*	*1,6%*	***1,9%***	*2,1%*	*1,8%*	***2,3%***	*2,7%*
Demanda interna	***3,3%***	*2,8%*	***2,9%***	*3,1%*	*2,0%*	***2,5%***	*2,5%*	*2,0%*	***2,5%***	*3,0%*
Aportación sector exterior	***-0,1%***	*0,2%*	***0,4%***	*0,4%*	*0,4%*	***0,2%***	*0,7%*	*-0,2%*	***0,1%***	*0,3%*
Déficit Público/PIB	***-5,1%***	*-5,6%*	***-4,6%***	*-3,9%*	*-4,2%*	***-3,2%***	*-2,5%*	*-3,3%*	***-2,3%***	*-1,6%*
Deuda/PIB	***99,7%***	*103,8%*	***100,8%***	*98,8%*	*104,7%*	***100,7%***	*97,7%*	*104,3%*	***99,3%***	*96,3%*
Tasa de paro (EPA)	***20,9%***	*20,8%*	***18,8%***	*16,8%*	*19,1%*	***17,1%***	*15,1%*	*17,7%*	***15,7%***	*13,7%*
IPC	***0,0%***	*0,7%*	***1,0%***	*1,3%*	*1,2%*	***1,6%***	*2,1%*	*0,8%*	***1,4%***	*2,2%*

Fuente: INE, BdE, Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

(*) En el Anexo I de este informe se ofrece un desglose trimestral de estas proyecciones.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Portugal: "*Crecimiento obstaculizado por los bancos.*"

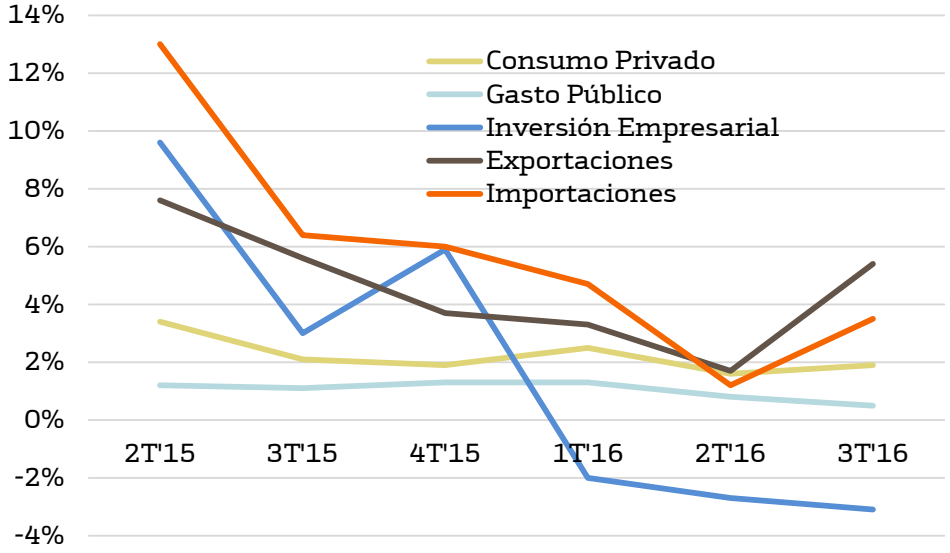
La economía portuguesa continúa ofreciendo síntomas de debilitamiento, a pesar de que el "crecimiento sorpresa" registrado en el 3T 2016 (+1,6% a/a) nos permite revisar al alza nuestras estimaciones para el conjunto de 2016. La pérdida de impulso de la Inversión Empresarial, consecuencia de la parálisis del sistema financiero, dificulta que la actual expansión económica resulte sostenible en el tiempo y dificulta la creación de empleo.

Las cuentas públicas continúan sometidas a una fuerte presión justo en un momento en que es preciso recapitalizar el mayor banco portugués, La Caixa Geral de Depósitos. Novo Banco continúa en venta, representando un riesgo adicional no sólo para las cuentas públicas, sino sobre todo para la estabilidad del sistema financiero.

En términos homogéneos el PIB se expandió repentinamente +1,6% en el tercer trimestre, ofreciendo una notable aceleración con respecto al +0,9% del 2T. Aunque la demanda Interna continúa siendo el principal motor **la verdadera sorpresa del 3T fue el Sector Exterior** de la economía,. El Turismo volvió a batir expectativas y las Exportaciones aceleraron significativamente (+5,4% a/a), incluso más que las Importaciones (+3,5% a/a), contribuyendo de manera determinante a la redinamización del PIB.

La economía portuguesa sorprendió en el 3T 2016 al expandirse nada menos que +1,6% a/a.

Tabla 2.6: Evolución del PIB por componentes.-



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

En el frente de la **Demanda Interna**, a pesar de que **el Consumo Privado sigue mejorando**, esta mejora no es suficiente para contrarrestar la involución de la Inversión Empresarial (-3,1% a/a en 3T). Se trata del tercer trimestre consecutivo de retroceso, a un ritmo cada vez más intenso, lo que limita de forma preocupante el potencial de crecimiento sostenible de la economía.

En un clima de **extrema incertidumbre sobre el sistema financiero portugués**, sobre todo debido a la posposición *sine die* de la recapitalización de CGD y la venta de Novo Banco, el frente corporativo, aún fuertemente endeudado, enfrenta serias dificultades para financiar sus proyectos de expansión. Además, medidas recientemente aprobadas, como la reducción del IVA en restauración, el aumento del salario mínimo o la reinstauración de determinados días festivos que fueron anulados durante la crisis, deterioran la competitividad del tejido empresarial portugués y disuaden a la inversión desde el exterior.

La Inversión empresarial ha registrado el tercer trimestre consecutivo de retroceso

En contraste con lo anterior, la **buena evolución del Consumo Privado** durante los últimos trimestres supone un síntoma esperanzador. Estimamos que esta tendencia positiva permanecerá durante los próximos trimestres, en parte gracias a la reducción del IRPF y la recuperación de ciertos complementos salariales para los funcionarios y los pensionistas que fueron retirados en los peores momentos de la crisis financiera. A pesar de todo, creemos que probable que el saldo final de todo lo anterior sobre la Demanda Interna será netamente negativo, ya que la involución de la Inversión Empresarial representa un serio obstáculo para el crecimiento de medio plazo.

El Consumo Privado se beneficiará de la reducción del IRPF y de la recuperación de ciertos complementos salariales para los funcionarios

La incertidumbre derivada del la victoria del Brexit y del desenlace electoral en Estados Unidos parece que no han afectado a las Exportaciones. Al menos no por ahora. De hecho, y a la vista de la neutralidad derivada de ambos eventos, estimamos que el Sector Exterior volverá a reforzar el PIB en el 4T 2016, sobre todo en base a una actividad turística en cómoda expansión.

La inercia positiva observada por el PIB en el 3T 2016 y los indicios de que el Sector Exterior continuará contribuyendo positivamente nos permiten **revisar al alza nuestra estimación de crecimiento para el PIB 2016** (año completo) **desde +0,9% hasta +1,1%.** De cara a 2017 mantenemos inalterada nuestra estimación en +1,0% puesto que los síntomas de debilitamiento observados en la Inversión Empresarial y los graves problemas sin resolver del sistema financiero ponen de manifiesto que **la cómoda inercia actual resulta altamente vulnerable.**

La buena evolución reciente de la actividad económica ha tenido como mejor consecuencia la reducción del desempleo

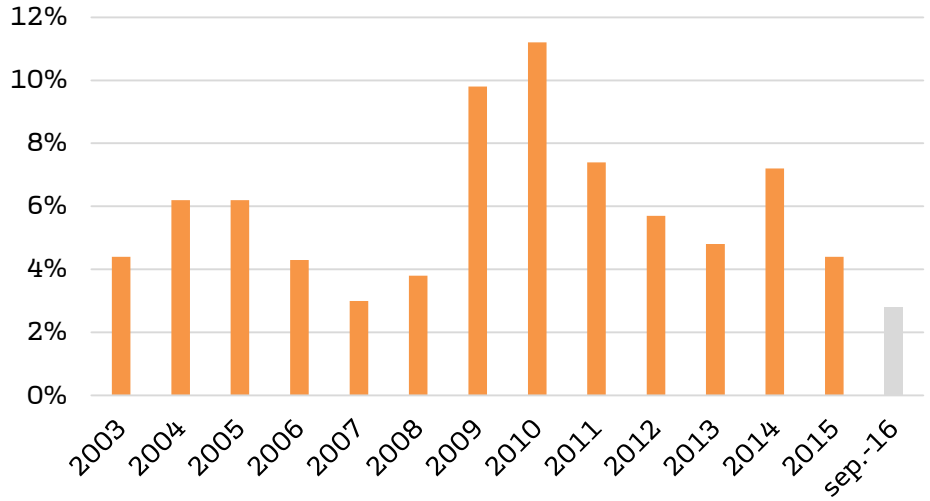
© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

hasta el 10,5%, su mínimo desde 2009 y muy por debajo del máximo registrado en el 1T 2013 (17,5%). Desafortunadamente estimamos un cierto estancamiento de la creación de empleo durante los próximos dos años, también como consecuencia de la contracción de la Inversión Empresarial, cuyo impacto sobre la economía real será ineludible. Por eso mantenemos inalteradas nuestras estimaciones para la Tasa de Paro durante el periodo 2016/18, la cual pensamos permanecerá estable en torno al 11%.

La Balanza Comercial ofreció en el 3T su mayor superávit histórico

La excelente evolución de las exportaciones durante el 3T 2016 permitió que la **Balanza Comercial** consiguiera su mayor superávit histórico: 1,7% s/PIB). El Turismo hace posible que las exportaciones aumenten más rápidamente que las Importaciones, hasta el punto que la industria turística portuguesa continúa ganando cuota de mercado global y ya representa cerca del 50% de las exportaciones de servicios. Sin embargo, no se puede olvidar que uno de los principales factores para una evolución más débil de las importaciones es el retroceso de la inversión y que esto mismo que beneficia a la Balanza Comercial a corto plazo perjudica al crecimiento potencial del PIB.

Tabla 2.7: Déficit Fiscal en % s/PIB.-



Fuente: INE. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Tras 7 años de ajustes, Portugal puede quedar excluido del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE).

En lo que a la inflación respecta, el Turismo se presenta como uno de los sectores que más contribuyen a su repunte. Restauración y hostelería fueron las actividades económicas que más aportaron al repunte de la inflación en octubre (+1,1%), mes en que Portugal soportó la tercera mayor tasa de la Eurozona. Aunque la inflación de noviembre se "normalizó" al retroceder hasta +0,6%, revisamos ligeramente nuestra estimación para diciembre 2016 hasta +0,7% desde +0,6% anterior. Mantenemos inalteradas nuestras estimaciones para 2017 y 2018 en +1,1% y +1,2% respectivamente.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

En cuanto al Déficit Fiscal, a pesar de posibles desviaciones, la evolución reciente es constructiva, de manera que Portugal podría ser excluido en cualquier momento del Procedimiento por Déficits Excesivos (PDE) en que entró a finales de 2009. De acuerdo con la estimación oficial más reciente (UTAO), el déficit hasta septiembre se redujo al 2,8% del PIB. Esto supone una mejora notable con respecto al mismo periodo de 2015, cuando se registró un 3,6%. Además, supone situarlo por debajo del límite máximo del 3% establecido por la CE.

La recapitalización de Caixa Geral ha sido pospuesta hasta 2017, lo que ayudará a cumplir el objetivo de déficit fiscal de 2016

A pesar de esta mejora reciente, para que se cumpliera el objetivo del propio Gobierno Portugués de limitar el déficit al 2,4% sería necesaria una reducción abrupta en el 4T 2016. Pero esto parece improbable teniendo en cuenta las presiones sobre la recaudación como consecuencia de las recientes medidas adoptadas por el Gobierno, como la reducción del IVA a la restauración o la recuperación de los complementos salariales a por parte de los funcionarios.

Con respecto a la recapitalización de CGD, el Ministro de Finanzas se ha comprometido a llevarla adelante en 2017. No antes. En la práctica esto ayuda a cumplir el límite de déficit en 2016, aunque proyecta el problema sobre 2017 e incrementa la incertidumbre sobre la solvencia del sistema financiero. En caso de que CGD contabilice todos los desequilibrios identificados al diseñar el plan de recapitalización por 3.000M€, su ratio de capital CET 1 "fully loaded" 2016 será claramente inferior al mínimo exigido del 8%. A este respecto se debe tener presente que el eventual abandono de Portugal del PDE depende de que la capacidad para mantener el déficit por debajo del 3% sea sostenible durante al menos los 2 años siguientes a su abandono de este tipo de tutela. Y esto no está garantizado en el caso de Portugal.

Portugal continúa altamente endeudado, con el ratio de Deuda Pública/PIB por encima del 130%.

En paralelo, la Deuda Pública se verá inevitablemente afectada por el coste de la recapitalización de CGD. A pesar de que el retraso en materializar esta operación ha permitido al Gobierno cancelar anticipadamente al FMI más de 2.000M€, el volumen de la deuda continúa siendo excesivamente elevado. Según el Banco de Portugal, la Deuda Pública alcanzó el 133,1% del PIB al final del tercer trimestre.

Más allá de la recapitalización de Caixa Geral, el retraso en la venta de Novo Banco también supone una amenaza para las cuentas públicas puesto que el Estado no puede ser compensado por el préstamo al Fondo de Resolución Bancaria, que del orden de 3.900M€. Además, creemos inevitable que la venta del antiguo BES se realice por debajo del valor previsto y eso generarán pérdidas que deberán ser contabilizadas por otros bancos portugueses mediante contribuciones al Fondo de Resolución Bancaria, lo que podría cuestionar la estabilidad de la industria financiera portuguesa.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

En este clima de elevada incertidumbre sobre el sistema financiero portugués y ante la perspectiva de que la Deuda Pública se consolide por encima del 130% del PIB, parece muy complicado que el flujo de fondos internacionales proporcione soporte a los bonos portugueses. La TIR del bono a 10 años portugués se aproxima de forma preocupante a la frontera del 4% desde el 2,4% en que se encontraba a principios de 2015, momento que el el BCE lanzó el actual programa APP. Y la situación se complicaría más en caso de que la agencia de calificación DBRS, la única que mantiene aún a Portugal en grado de inversión, redujese su rating hasta la categoría de bono basura en su revisión de abril 2017. En ese hipotético caso los bonos portugueses dejarían de ser elegibles para el programa de compra de activos del BCE (APP) y los bonos portugueses no serían ya aceptados como colateral. Eso complicaría la financiación de los bancos portugueses… salvo que el BCE decidiera admitirlos bajo un programa especial, como sucede actualmente con Grecia.

Solo una agencia de rating (DBRS) mantiene los bonos portugueses en categoría de grado de inversión.

En definitiva, **a pesar del robusto e inesperado crecimiento observado en el 3T 2016, la economía portuguesa sigue siendo vulnerable.** Sobre todo debido a los niveles excesivos de endeudamiento público y privado. Sin embargo, elevando la perspectiva temporal, creemos que, una vez resuelto el problema de la elevada morosidad de los bancos y recuperada la confianza de los inversores, la evolución de la economía portuguesa dependerá ya solo del contexto político y social.

A pesar del robusto e inesperado crecimiento observado en el 3T 2016, la economía portuguesa sigue siendo vulnerable.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

PERSPECTIVA SOBRE PORTUGAL

ESCENARIO CENTRAL

Contexto Macro	Crecimento económico resiliente, a pesar de la contracción de la Inversión Empresaria. Sistema financiero débil y Deuda Pública excesiva.
Factores diretores	Recapitalización de CGD y cumplimiento de la metas metas fiscales exigidas por Bruselas.
Consecuencias prácticas	Recuperación de la confianza de los inversores y expectativas de mejora de la solvencia del sistema financiero.
Reaçción del mercado	Debería recuperarse en base a una reducción de la prima de riesgo portuguesa después de un 2016 con severo retroceso en las cotizaciones.
Estrategia recomendada	Oportunidades en bonos portugueses y en el sector inmobiliario. Neutral en bolsa (PSI-20).

TABLA DE PREVISIONES MACRO (*):

Portugal, datos clave	2015r	Pesimista	2016e Central	Optimista	Pesimista	2017e Central	Optimista	Pesimista	2018e Central	Optimis
PIB	**1,5%**	0,9%	**1,1%**	1,4%	0,6%	**1,0%**	1,5%	0,5%	**1,0%**	1,8%
Consumo Privado	**2,6%**	1,9%	**2,0%**	2,2%	1,5%	**1,8%**	2,2%	1,4%	**1,6%**	2,0%
Gasto Público	**0,8%**	0,4%	**0,5%**	0,7%	0,3%	**0,6%**	1,0%	0,5%	**0,7%**	1,2%
Inversión Empresarial	**3,6%**	-2,8%	**-2,7%**	-2,5%	-2,3%	**-1,8%**	-1,5%	0,6%	**1,1%**	1,7%
Demanda Interna	**2,4%**	0,8%	**0,9%**	1,0%	0,7%	**1,1%**	1,4%	1,1%	**1,4%**	1,8%
Aportación Sector Exterior	**-1,0%**	-0,1%	**0,1%**	0,2%	-0,2%	**0,1%**	0,1%	-0,7%	**-0,4%**	0,2%
Déficit Público/PIB	**4,4%**	2,9%	**2,6%**	2,4%	2,4%	**2,0%**	1,6%	2,1%	**1,8%**	1,5%
Deuda Pbca./PIB	**129%**	134%	**131%**	129%	134%	**131%**	126%	134%	**128%**	125%
Bono 10 años (TIR, Dic.)	**2,5%**	4,1%	**3,9%**	3,3%	3,9%	**3,5%**	3,0%	4,3%	**4,0%**	3,6%
Tasa de Paro	**12,2%**	11,0%	**11,0%**	10,5%	11,3%	**11,0%**	10,6%	11,5%	**11,0%**	10,5%
IPC	**0,4%**	0,4%	**0,7%**	0,8%	0,9%	**1,2%**	1,5%	1,0%	**1,5%**	1,8%

Fuentes: INE, BdP, Bloomberg. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

(*) En el Anexo I de este informe se ofrece un desglose trimestral de estas proyecciones.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

3.- Ideas de inversión: asignación de activos

El ejercicio 2016 se ha caracterizado por la alta volatilidad, con un desenlace de acontecimientos totalmente inesperados (Brexit y elecciones en Estados Unidos). A su vez, la reacción de los mercados, siguiendo esta tónica, ha sido diametralmente la opuesta a la prevista. El único acontecimiento que cumplió parcialmente el guion estimado fue el referéndum italiano. Durante el cuarto trimestre, destaca la excelente evolución del Nikkei con una apreciación superior +17%. En Europa el MIB italiano con +16% y el EuroStoxx50 +8%. Y en Estados Unidos, el Dow Jones +9%, el S&P500 +4% y el Nasdaq +4%. El "farolillo rojo", el comportamiento del Hang Seng -6%. Durante este periodo, y a raíz del resultado de las elecciones en Estados Unidos, hemos incrementado la exposición recomendada en dos ocasiones.

Para no perder la costumbre de 2016, los acontecimientos del cuarto trimestre no son lo que parecen. Parecía que la victoria de Trump sería negativa para el mercado, y no fue así. Parecía que el resultado del referéndum italiano podía castigar al mercado pero tampoco fue así. Claro que esto nos sorprendió menos puesto que venimos señalando la pérdida de relevancia de la política y decíamos que el tema italiano no sería dramático.

2016 ha sido un año muy complicado debido a grandes acontecimientos políticos en EE.UU., Reino Unido e Italia, entre otros.

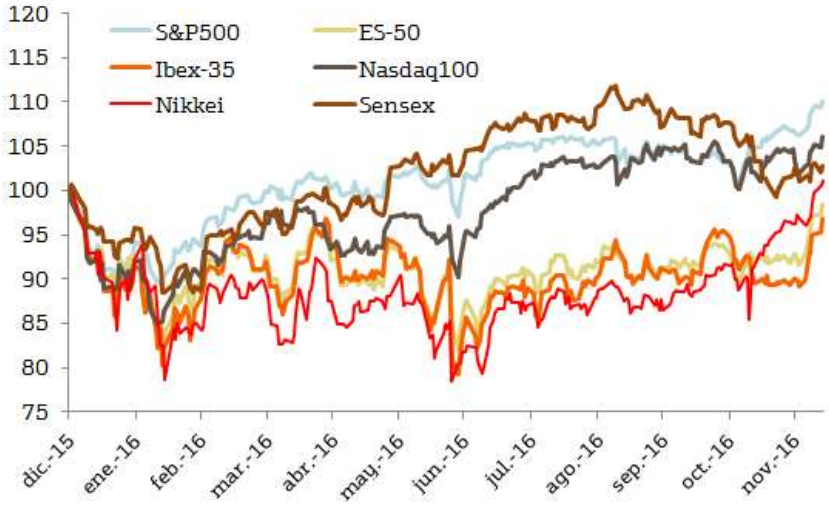
Centrados ya en mercados, las pérdidas acumuladas por los índices a lo largo del ejercicio se han difuminado con el buen comportamiento durante el 4 trimestre. Destaca la excelente evolución del Nikkei con una apreciación superior +17%. En Europa el MIB italiano con +16% y el EuroStoxx50 +8%. Y en Estados Unidos, el Dow Jones +9%, el S&P500 +4% y el Nasdaq +4%. El "farolillo rojo", el comportamiento del Hang Seng -6%.

De esta forma, cerraremos el 2016 con unas rentabilidades que claramente no reflejan la volatilidad vivida durante el año. El S&P cerrará con unas ganancias superiores al +10%. En Europa, salvo el EuroStoxx 50 y el Ibex con unas pérdidas en el ejercicio de -0,4% y -2,1% respectivamente, la mayoría de los índices cerrarán en positivo. Especial mención a Reino Unido, que a pesar del Brexit, terminará apreciándose por encima del +12,4%. El resto de mercados, en positivo, pero sin grandes alardes: el Nikkei +1,9%, con la excepción una vez más del Hang Seng -0,4%.

En este informe, no podemos pasar por alto el comportamiento del crudo. Ganancias generalizadas apuntaladas por la decisión de la OPEP y de once países productores no OPEP de recortar producción en 1,2Mbrr/d y 0,6Mbrr/d respectivamente a partir del 1 de enero.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Cuadro 3.1: Evolución de las principales bolsas en 2016.-



Nota: Hasta el 13/12/2016
Fuente: Bloomberg, con elaboración propia.

Respecto al nivel de exposición recomendado según perfiles, durante el trimestre lo hemos revisado al alza en dos ocasiones.

La primera, el 15 de noviembre a raíz del resultado de las elecciones en Estados Unidos. El incrementamos fue lineal del +5% a todos los perfiles.

Respecto al nivel de exposición recomendado según perfiles, durante el trimestre lo hemos revisado al alza dos veces.

Posteriormente, el 19 de diciembre hemos implementamos la segunda subida: +5% en perfiles defensivos y conservadores, del +5% en perfiles moderados y del 10% en perfiles dinámicos y agresivos.

Esta es fruto de los potenciales de revalorización de la renta variable, del reducido potencial de la renta fija, de la mejora del crudo así como de otros acontecimientos descontados ya durante 2016 (elecciones en Estados Unidos, Brexit, Italia, etc.).

El cuadro adjunto muestra la situación actual.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Cuadro 3.2: Niveles de exposición recomendados según perfil de riesgo.-

INVERSOR LOCAL (Zona Euro): Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
85% (vs 70% ant.)	70% (vs 55% ant.)	50% (vs 40% ant.)	30% (vs 20% ant.)	20% (vs 10% ant.)
INVERSOR GLOBAL: Exposición Recomendada a Bolsas por perfil de riesgo del inversor.				
Agresivo	Dinámico	Moderado	Conservador	Defensivo
85% (vs 70% ant.)	70% (vs 55% ant.)	50% (vs 40% ant.)	30% (vs 20% ant.)	20% (vs 10% ant.)

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%.

Fuente: Análisis Bankinter.

VALORACIÓN ESTIMADA DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

Dando continuidad al pasado informe trimestral de septiembre, en este de diciembre no hemos hecho cambios metodológicos relevantes en las valoraciones de los índices. Seguimos utilizando el PER Objetivo, enfoque que venimos empleando en todos nuestros informes de forma recurrente. Además, en el caso del Ibex volvemos a emplear un modelo de valoración *bottom up* a partir de nuestros precios objetivos individuales para cada compañía del índice.

Seguimos utilizando la metodología del trimestre anterior que contempla tres escenarios según el impacto que diferentes riesgos (como pueden ser diferentes desenlaces políticos en Europa o una ralentización mayor de lo estimado en China) pueden tener en los BPAs empresariales. De este modo, mantenemos un primer escenario que llamamos en su día de "impacto cero". En este caso, no aplicamos ningún recorte al BPA de consenso (salvo en el Nikkei donde aplicamos un recorte de -5%); un segundo escenario llamado de "impacto moderado" en el que ajustamos los BPAs de consenso a la baja en -5% en el caso del Ibex-35, el Eurostoxx-50 y el S&P-500 mientras en el Nikkei lo ajustamos en -10%. Finalmente, nuestro tercer escenario recoge un "impacto severo" que se traduce en un recorte de las estimaciones de BPAs de -10% en el caso de Ibex-35, Eurostoxx-50, S&P-500 y del 15% en el caso del Nikkei. El ajuste más severo en el caso del Nikkei se debe a que tradicionalmente las estimaciones de crecimiento de BPA se revisan a la baja en porcentajes significativos (-13% en los últimos dos ejercicios).

Seguimos utilizando la metodología del trimestre anterior que contempla tres escenarios según el impacto que diferentes riesgos

Empleamos, como viene siendo habitual, los tipos de interés vigentes en mercado en nuestro escenario base. Aplicamos como viene siendo habitual una tabla de sensibilidad a la evolución esperada para los tipos de interés. Así, en el escenario favorable los reducimos (−0,5% en Ibex y S&P; -0,25% en Eurostoxx y -0,15% en Nikkei) y en el desfavorable los incrementamos (+0,5% en Ibex y S&P; +0,25% en Eurostoxx y +0,15% en Nikkei). A estos tipos les agregamos

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

una prima de riesgo de 495 p.b. en el caso del Ibex, 522 p.b. en el Eurostoxx, 254 p.b. en el S&P500 y 450 p.b. en el Nikkei. Con ello, pretendemos evitar la distorsión alcista que provocan unos tipos excesivamente bajos. Además, tratamos de reflejar: (i) la existencia de diferentes riesgos políticos en Europa (elecciones en Alemania, Austria y Holanda) y en EE.UU. (cambio de ejecutivo aún pendiente); (ii) el proceso de subida de tipos de la Fed y (iii) el riesgo divisa del yen y las compras del Banco de Japón en el mercado bursátil.

IBEX 35

Fijamos el precio objetivo para el Ibex en 10.202 puntos. Esto implica un potencial de +8,4%. Por ello, mantenemos nuestra recomendación de Comprar sobre el selectivo.

Nuestro escenario base contempla un precio objetivo de 10.202 puntos para 2017 (frente a los 9.740 que estimábamos en septiembre). Esta valoración implica un potencial del +9,3% desde los niveles actuales de cotización y justifica nuestra recomendación de Comprar sobre este índice. Esta valoración está basada en el importante incremento de BPAs estimado por el consenso para 2017, +20,8% a/a. Además, resulta determinante la reducción de la prima de riesgo que aplicamos en nuestra valoración. La disminución del riesgo político, tras la formación de gobierno, nos lleva a reducir dicha prima hasta 150 p.b. desde 200 p.b. Esta valoración implica un PER implícito de 15,6x.

EUROSTOXX 50

Revisamos nuestra valoración al alza hasta 3.710 puntos. Con esto, el Eurostoxx presenta un potencial de +13,8%, lo que justifica nuestra recomendación de Comprar.

Establecemos un precio objetivo de 3.710 puntos para 2017 (frente a los 3.580 puntos de índice para 2016) dentro de nuestro escenario central de valoración. Este nivel implica un potencial de +13,8%. Tras la mejora de valoración se encuentra la caída de la prima de riesgo que incorporamos en nuestro modelo, para contemplar la formación de gobierno en España y, por tanto, la reducción de la incertidumbre política. Tras esto, reducimos esta magnitud hasta 175 p.b. desde 200 p.b. anterior. En cualquier caso, este nivel es superior al empleado en el Ibex. Conviene recordar que 2017 traerá consigo la celebración de elecciones en Alemania, Francia y Holanda. En cuanto a los BPAs, el mercado estima un avance de +10,4% a/a. Esta valoración para 2017 implica un PER implícito de 16,8x.

S&P 500

Establecemos un precio objetivo de 2.639 puntos. Con esto, el Eurostoxx, presenta un potencial de +16,9%, lo que justifica nuestra recomendación de Comprar.

Establecemos un precio objetivo de 2.639 puntos para 2017 (vs. 2.366 en nuestro anterior informe) en nuestro escenario central, el de impacto moderado. Nuestras principales hipótesis de valoración contemplan una TIR para el *Treasury* del +2,5% (vs +1,9% anterior). El mercado ha descontado la subida de tipos, confirmado en pasado miércoles 14 de

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

diciembre. Respecto a los BPAs, el consenso revisa al alza el del 2017 un +0,2% respecto nuestro informe anterior, por lo que el crecimiento esperado para 2017 es de +11,9%. Esta valoración se traduce en un potencial del +16,9% desde los niveles actuales de cotización e implica un PER implícito de 20,9x. Ante estas cifras, mantenemos nuestra recomendación de Comprar. La renta variable de EE.UU. viene mostrando un comportamiento mejor que el de los selectivos europeos o japoneses. La buena marcha de la economía del país ha contribuido de manera decisiva a este desenlace. Además, la labor de comunicación de la Fed ha favorecido que el mercado ya descuente la futura subida de tipos. Por ello, no estimamos un impacto drástico en el selectivo cuando esta decisión se implemente.

NIKKEI

Respecto al Nikkei, ajustamos nuestro precio objetivo al alza hasta 20.803 puntos para 2017 (vs 16.577 puntos anterior). Esta mejora se debe a las buenas expectativas para los BPAs de cara a 2017. Esta valoración arroja un potencial del +7,2% con un PER implícito del 21,3x. El consenso ha revisado ligeramente al alza los BPAs respecto al trimestre anterior: +0,5%. Y en el acumulado del año: +9,7%. En cuanto a nuestras variables, no aplicamos cambios respecto al pasado informe. La TIR del bono a 10 años tomamos la de mercado, situada en +0,10% que deja atrás la rentabilidad negativa. La principal novedad es que apreciamos que, de forma recurrente, la previsión de BPAs por parte del consenso suele ser demasiado optimista. Este optimismo se cuantifica en +13%. Por este motivo se explica y justifica parcialmente la prima que exigimos.

Establecemos un precio objetivo para el Nikkei de 20.803 puntos. Presenta un potencial de +7,2%, lo que justifica nuestra recomendación de Neutral.

Cuadro 3.3: Tabla resumen valoraciones bolsas

Valoración Escenario Central		
	Valoración	Rentabilidad por dividendo
IBEX-35	**10.202**	**4,01%**
Potencial	8,4%	
EUROSTOXX-50	**3.710**	**3,64%**
Potencial	13,8%	
S&P 500	**2.639**	**2,07%**
Potencial	16,9%	
NIKKEI	**20.803**	**1,67%**
Potencial	7,2%	

Notas:

Cálculos a 19 Dic. 2016 con cierre de 16 Dic.

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Cuadro 3.4: Tabla extendida de valoraciones para bolsas en 2017.-

IBEX-35	Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Impacto Cero	Impacto Moderado	Impacto Severo
	1,00%	1,50%	2,00%
2.- Incremento (a/a) BPA:	20,8%	14,7%	8,7%
	Estimaciones según escenarios		
	Impacto Cero	Impacto Moderado	Impacto Severo
Precio Objetivo (1)	11.116	10.202	9.455
Precio Objetivo Anterior (2)		9.740	
Cotización 16/12/2016		9.413	
Potencial (%)	18,1%	8,4%	0,4%
PER Implícito	16,2x	15,6x	15,3x

EUROSTOXX-50	Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A (3)	Impacto Cero	Impacto Moderado	Impacto Severo
	0,49%	0,74%	0,99%
2.- Incremento (a/a) BPA:	10,4%	4,9%	-0,7%
	Estimaciones según escenarios		
	Impacto Cero	Impacto Moderado	Impacto Severo
Precio Objetivo (1)	4.112	3.710	3.346
Precio Objetivo Anterior (2)		3.580	
Cotización 16/12/2016		3.259	
Potencial (%)	26,2%	13,8%	2,7%
PER Implícito	17,7x	16,8x	16,0x

S&P 500	Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Impacto Cero	Impacto Moderado	Impacto Severo
	2,00%	2,50%	3,00%
2.- Incremento (a/a) BPA:	11,9%	6,3%	0,7%
	Estimaciones según escenarios		
	Impacto Cero	Impacto Moderado	Impacto Severo
Precio Objetivo (1)	3.200	2.639	2.209
Precio Objetivo Anterior (2)		2.366	
Cotización 16/12/2016		2.258	
Potencial (%)	41,7%	16,9%	-2,2%
PER Implícito	24,0x	20,9x	18,4x

NIKKEI	Estimaciones según escenarios		
1.- Bono 10A	Impacto Cero	Impacto Moderado	Impacto Severo
	-0,05%	0,10%	0,25%
2.- Incremento (a/a) BPA:	4,2%	-1,2%	-6,7%
	Estimaciones según escenarios		
	Impacto Cero	Impacto Moderado	Impacto Severo
Precio Objetivo (1)	22.793	20.803	18.954
Precio Objetivo Anterior (2)		16.577	
Cotización 16/12/2016		19.401	
Potencial (%)	17,5%	7,2%	-2,3%
PER Implícito	22,1x	21,3x	20,6x

Notas:

(1) Cálculos a 19 Dic. 2016. Precio objetivo según método PER Objetivo. En Ibex media entre Bottom Up / PER Objetivo

(2) Cálculos a 21 Sep. 2016

(3) Compuesto del B10A europeo según el peso de las compañías de cada país en el ES-50

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Cuadro 3.5: Variaciones beneficios empresariales y PER entre 2012/2017.-

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e
IBEX-35						
Var. BPA	-46,2%	58,5%	-4,7%	13,3%	-12,2%	20,8%
PER	20,1x	14,5x	18,3x	16,5x	16,5x	13,7x
EUROSTOXX-50						
Var. BPA	-6,4%	-9,2%	18,8%	31,2%	-8,0%	10,4%
PER	14,9x	19,0x	18,0x	15,0x	15,8x	13,6x
S&P 500						
Var. BPA	3,8%	6,0%	5,6%	4,4%	0,8%	11,9%
PER	13,6x	15,3x	17,1x	17,5x	19,3x	17,0x
NIKKEI						
Var. BPA	30,6%	47,4%	20,3%	16,4%	-4,1%	9,7%
PER	18,3x	18,5x	17,5x	18,7x	19,2x	18,0x

Notas:
(1) Variación a/a de los BPAs realizada en 2012/2015 y estimada para 2016/2017
(2) PER 2012/2015 con cotización media de los índices y 2016/2017 con cierre 16/12/2016

Fuente: Análisis Bankinter y Bloomberg

Cuadro 3.6: Detalle de los cambios en los beneficios esperados.-

Ibex-35	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)
BPA'17e	686 €	20,8%	0,0%
BPA'16e	568 €	-12,2%	-0,5%
BPA'15r	647 €	13,3%	
BPA'14r	571 €	-4,7%	
BPA'13r	600 €	58,5%	
BPA'12r	378 €	-46,2%	
BPA'11r	703 €	-46,2%	
BPA'10r	1.305 €	23,5%	
BPA'09r	1.057 €	-6,8%	
BPA'08r	1.134 €	-13,1%	
BPA'07r	1.304 €	n/d	

EuroStoxx-50	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)
BPA'17e	233 €	10,4%	-2,6%
BPA'16e	211 €	-8,0%	2,0%
BPA'15r	229 €	31,2%	
BPA'14r	175 €	18,8%	
BPA'13r	147 €	-9,2%	
BPA'12r	162 €	-6,4%	
BPA'11r	173 €	-29,8%	
BPA'10r	246 €	26,6%	
BPA'09r	194 €	31,0%	
BPA'08r	148 €	-57,1%	
BPA'07r	346 €	n/d	

S&P 500	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)
BPA'17e	133 USD	11,9%	0,2%
BPA'16e	119 USD	0,8%	1,5%
BPA'15r	118 USD	4,4%	
BPA'14r	113 USD	5,6%	
BPA'13r	107 USD	6,0%	
BPA'12r	101 USD	3,8%	
BPA'11r	97 USD	17,1%	
BPA'10r	83 USD	37,6%	
BPA'09r	60 USD	9,2%	
BPA'08r	55 USD	-34,6%	
BPA'07r	85 USD	n/d	

NIKKEI-225	BPA estimado	Var.(%)	Var.% anterior (1)
BPA'17e	1.083 JPY	9,7%	0,5%
BPA'16e	987 JPY	-4,1%	-2,4%
BPA'15r	1.029 JPY	16,4%	
BPA'14r	884 JPY	20,3%	
BPA'13r	734 JPY	47,4%	
BPA'12r	498 JPY	30,6%	
BPA'11r	381 JPY	-30,7%	
BPA'10r	550 JPY	-991,0%	
BPA'09r	-62 JPY	-118,4%	
BPA'08r	336 JPY	-61,3%	
BPA'07r	869 JPY	n/d	

Notas:
(1) Variación del consenso de Bloomberg respecto a septiembre 2016.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

1.- ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

CLASE DE ACTIVO	POSICIONAMIENTO	RACIONAL	MOMENTO DE MERCADO
Bolsas	Comprar	El flujo de fondos irá progresivamente revertiendo a bolsas ante: (i) un ciclo económico que gana tracción y favorece el crecimiento de BPAs y (ii) la escasez de alternativas de inversión rentables. En este sentido, los selectivos arrojan unos atractivos potenciales de revalorización en Europa y EE.UU. Con relación a España, revisamos al alza la recomendación a Comprar (desde Neutral anterior). Respecto a Japón, el potencial es reducido. Por ese motivo revisamos al alza la recomendación Neutral (desde Vender anterior).	Positivo
Bonos soberanos	Vender	Tras alcanzar TIRs negativas el pasado trimestre se ha iniciado, como esperábamos, el *steepening* de la curva. Todo ello nos lleva a advertir, una vez más, sobre los crecientes riesgos de esta clase de activo. En particular el tramo largo de la curva. Especialmente en un contexto en el que el margen de maniobra y la influencia de los bancos centrales ha disminuido y va a seguir disminuyendo con el paso del tiempo.	Adverso
Bonos corporativos	Vender	Los mayores riesgos en deuda soberana se trasladarán progresivamente a la renta corporativa que podría registrar ampliaciones de *spreads* y, con ello, caídas de precio.	Adverso
Bonos *High Yield*	Neutral	Mantenemos recomendación de Neutral en base a dos argumentos: (i) por un lado, la mejora del ciclo redundará en una caída de las tasas de *default* que favorecerá a esta clase de activo y (ii) la búsqueda de rentabilidad derivará en un desplazamiento del flujo inversor a este tipo de activo con tasas de retorno superiores.	Neutral
Inmobiliario	Activos: Comprar España; Neutral Europa Fondos: Vender	Mantenemos la recomendación de inversión directa en activos inmobiliarios en España por la tendencia alcista de los precios y rentas por alquiler. Nuestra perspectiva es Neutral en Europa y recomendamos no tener en cartera fondos de inversión en el sector inmobiliario, penalizados por 2 factores: expectativa de subida de tipos de interés, precios muy elevados en Alemania y riesgo de descenso de precios en el mercado de oficinas londinense como consecuencia del Brexit.	Positivo
Depósitos	Vender	Su baja rentabilidad junto con un ciclo económico que gana tracción nos llevan a fijar una recomendación de Vender.	Adverso

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

2.- POSICIONAMIENTO GEOGRÁFICO

ÁREA GEOGRÁFICA	POSICIONAMIENTO	RACIONAL	MOMENTO DE MERCADO
EE.UU.	Comprar	Las perspectivas de crecimiento económico se han visto reforzadas por la solidez en la creación de empleo y el repunte en los indicadores de confianza. La expectativa de estímulos fiscales en forma de recortes de impuestos e inversión en infraestructuras permitirá que el ciclo expansivo se acelere durante 2017 y 2018 y los resultados empresariales mejoren.	Positivo
Eurozona	Comprar	Los datos macro confirman la capacidad de resistencia de la UEM ante la incertidumbre política y el riesgo geoestratégico. Las condiciones de financiación son favorables gracias al apoyo del BCE y la reacción de los mercados de capitales a eventos como el "*Brexit*" y el referéndum Constitucional en Italia. La política monetaria será acomodaticia a pesar del aumento en las perspectivas globales de inflación y el cambio de rumbo iniciado por la Fed. El aumento en la tasa de inflación será gradual e inferior al de EE.UU.	Positivo
Reino Unido	Neutral	La economía británica afronta un periodo de incertidumbre por el calendario y el estado final de la desconexión con la UE. La debilidad de la libra y los estímulos monetarios han favorecido a la economía en el corto plazo. Sin embargo, el crecimiento se debilitará en los próximos meses por el impacto negativo de la inflación sobre la renta de los hogares y por una menor inversión. En este contexto, tanto el Banco de Inglaterra- con una política monetaria expansiva- como el Gobierno –con nuevos estímulos fiscales – intentan amortiguar el impacto negativo del Brexit sobre su economía.	Neutral
Emergentes	Neutral (India Comprar)	Han perdido visibilidad con la victoria de D.Trump. Cuando conozcamos los detalles de sus políticas comerciales podremos valorar con más precisión cada país. Aun así nos sigue gustando India como inversión en perfiles agresivos.	Neutral
Japón	Neutral	La trayectoria mejora de forma progresiva gracias, fundamentalmente, al sector exterior. La demanda externa retoma inercia impulsada por la debilidad del yen y la mejora del ciclo global (EE.UU. y Europa).	Neutral

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

3.- SECTORES DE ACTIVIDAD

SECTOR	POSICIONA-MIENTO	RACIONAL Y NOMBRES	MOMENTO DE MERCADO
Inmobiliario	Comprar	Perspectivas favorables en Socimis y compañías con un negocio patrimonialista y exposición al segmento terciario. Se mantiene la tendencia de incremento en los precios en oficinas y centros comerciales *premium*, mejora de las rentas por alquiler y menores tasas de desocupación. Senda de recuperación muy avanzada ya en el segmento comercial y ubicaciones premium, con un recorrido alcista algo superior en residencial. Nuestra principal recomendación sigue siendo **Merlin Properties** y, de forma táctica para inversores con perfil dinámico, Hispania Activos Inmobiliarios.	Positivo
Media	Comprar	La mejora del entorno económico, con un mayor dinamismo del consumo y menor incertidumbre política, implicará un aumento del gasto en publicidad. Con ello, las perspectivas de beneficio de las compañías de media mejoran y nos llevan a mantener en Comprar nuestra recomendación para el sector.	Positivo
Hoteles	Comprar	Mantememos el sector en Comprar por el *momentum* del turismo. Particularmente en España y aquellas regiones, como EE.UU., favorecidas por la inestabilidad económica y política de algunos destinos (Grecia, Egipto, Túnez y Turquía). El ingreso por habitación disponible (RevPar) se encuentra en máximos históricos, en parte, por el aumento de los precios desde 2015. Aunque la recuperación de los destinos más castigados en los últimos meses parece que comienza a resurgir - según los touroperadores - y previsiblemente aumente la competencia vía precio, pensamos que la rentabilidad seguirá siendo elevada, porque la mejora de las perspectivas macroeconómicas sugiere repuntes en la ocupación.	Positivo
Bancos	Comprar	La demanda de crédito acumula 28 meses en positivo, los indicadores de riesgo mejoran y las perspectivas sobre los tipos de interés a largo plazo aumentan. Las ratios de solvencia se refuerzan y la presión regulatoria disminuye. En este entorno, las entidades se encuentran en mejor posición para mejorar la cuenta de resultados y aumentar la rentabilidad (ROE). Nuestras entidades favoritas son **BNP, SocGen, Bankia, BBVA, Caixabank, ABN e ING.** En Italia, mantenemos una visión más conservadora debido a las procesos de ampliación de capital de entidades	Positivo

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

		como Monte Dei Paschi (5.000 M€)y Unicredit (13.000 M€). Los planes de ampliación de capital son críticos para acelerar el saneamiento de los balances, reactivar la inversión crediticia y poner en valor el negocio típico. Dicho esto, preferimos apostar por entidades con mejores ratios de solvencia y perspectivas de resultados.	
Seguros	Comprar	La mejora del ciclo económico, que gana tracción en desarrollados, y el aumento de expectativas de inflación se traduce en un aumento de los tipos de interés. Esto provocará una mejora de los beneficios procedentes de la cartera de inversión y un aumento de primas especialmente en el segmento Vida. Por ello, mejoramos recomendación de Neutral hasta Comprar.	Positivo
Industriales	Comprar	Subimos la recomendación desde Neutral hasta Comprar, movimiento que dejábamos entrever en el Informe Trimestral anterior. La mejora de las previsiones de demanda nos lleva a adelantar subidas de precios que, unidas a los saneamientos realizados en la mayoría de las compañías, redundará en mayores márgenes. Además, el movimiento de rotación sectorial por parte de los inversores seguirá impulsando la cotización de las compañías del sector. Recomendación: Acerinox.	Neutro
Consumo cíclico	Comprar	Recomendamos comprar compañías que acompañen al ciclo económico. El contexto global es de recuperación a pesar de que en unas zonas geográficas sea más pronunciado que en otras. Cuando la actividad se recuperan el consumo es una de las primeras variables que lo constata.	Positivo
Tecnología	Comprar	Mantenemos la recomendación del sector en Comprar, sin cambios respecto al trimestre anterior. Lo referente a software/servicios continua mostrando unas muy favorables perspectivas. Recomendación: **Amadeus, Indra, SAP, Nokia, Google, eBay, Apple, IBM, Oracle, y Amazon**. En hardware se ha incrementado la demanda de chips y discos duros lo que son los primeros indicadores de un cambio de ciclo. Seguimos recomendando comprar **Microsoft**.	Comprar
Químico / Mineras	Comprar	Revisamos al alza la recomendación del sector a Comprar desde Neutral por la mejora del ciclo (por la recuperación del sector industrial fundamentalmente) y la estabilización del precio del crudo.	Comprar

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Materias Primas (ex petróleo y oro)	Comprar	Mejoramos nuestra recomendación desde Neutral hasta Comprar. Las señales de recuperación se han materializado por la mejora del ciclo y la estabilización de algunos emergentes (en Latam principalmente). La recuperación de los precios de 2016 irá acompañada de la reactivación de la inversión en 2017.	Comprar
Construcción	Comprar	Continuamos mejorando nuestra visión acerca del sector tras haber revisado nuestra recomendación desde vender a Neutral en el informe de estrategia del 4T16. Consideramos que la percepción del mercado acerca de las compañías más ligadas al ciclo económico mejorará de forma gradual. El proceso de reducción del apalancamiento sigue su curso y los resultados mejorarán por las mejores condiciones de financiación obtenidas durante 2016. Las grandes compañías españolas están compensado el descenso en la licitación de obra civil en España a través de su exposición a mercados internacionales con planes de inversión en infraestructuras como EE.UU. Compañías recomendadas: ACS y Ferrovial.	Neutro
Retailers - Distribución	Neutral	Hemos bajado la recomendación en el sector debido al buen ciclo global que vive la economía. Creemos que estas compañías a pesar de obtener rentabilidades positivas, podrían lastrar la rentabilidad de la cartera frente al índice de referencia. Preferimos invertir en compañías más ligadas al ciclo y menos defensivas.	Positivo
Consumo (alimentación y bebidas)	Neutral	Mantenemos el sector sin cambios con una recomendación de Neutral. Aunque los fundamentales no se han visto erosionado, se está produciendo un flujo de capitales de defensivos hacia cíclicos. Ante este movimiento, no pensamos que estas compañías lo hagan mejor que los índices. Sin embargo, este sector es óptimo para aquellos inversores que buscan valores con poca volatilidad, recurrencia en resultados, alta visibilidad, poco apalancamiento y alta rentabilidad por dividendo.	Neutro
Telecos	Neutral	La mejora de previsiones de crecimiento ha derivado en una importante rotación de posiciones desde sectores más defensivos, como el de las telecos, hacia otros más cíclicos, como el industrial y el financiero. Entre otros motivos, por la pérdida de atractivo de factores como la rentabilidad por dividendo, normalmente elevada en este sector. Todo ello, sin olvidar (i) la consolidación entre diferentes operadores, que presiona los márgenes ante la mayor competitividad vía precios, y (ii) una posición más exigente de Competencia que dificulta el cierre de operaciones y, con ello, la obtención de recursos para reducir el elevado endeudamiento sectorial.	Neutro

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Petróleo	Neutral	Mantenemos la recomendación del sector en Neutral y revisamos al alza el nivel objetivo del precio del crudo Brent para diciembre 2017 hasta 50/55$/brr (vs 40/45$/brr anterior) debido a dos factores: (i) Oferta: la OPEP retirará desde el 1 de enero 1,2Mbrr/d y 11 países productores no OPEP otros 0,6Mbrr/d. (ii) Demanda: esperamos una mejora de la demanda mundial de crudo como consecuencia de la mejora de la economía a nivel mundial. Esto podría suponer que de forma puntual la demanda sea mayor que la oferta presionando el precio del crudo al alza. Dejamos sin cambios la estimación de 2017 en 45/50$/brr. Positivos en **Total** (Europa) y en **ConocoPhilips** EE.UU.).	Neutro
Farma/*Biotech*	Neutral	La rentabilidad de las inversiones en I+D ha caído al nivel más bajo de los último seis años (-3,7% en 2016 desde +10% en 2010) y el deterioro parece no haber tocado fondo. El periodo medio para el lanzamiento de un nuevo fármaco es de 14 años y el coste medio se ha incrementado +25% hasta 1.500M$. Esto explica que las grandes compañías se decanten por acometer operaciones corporativas (M&A) pagando elevadísimas primas que se mueven en el rango +75%/+100% para asegurar su supervivencia. Además, el frente politico – que equivocadamente se presumía menos adverso con la victoria de Trump – presenta una nada despreciable incertidumbre sobre la regulación de precios de los medicamentos.	Neutro
Autos	Neutral	Mantenemos nuestra recomendación en Neutral. Por un lado, tras el *Dieselgate*, el flujo de noticias sobre el sector sigue siendo negativo. Por otro lado, la victoria de Trump en las elecciones de EEUU puede suponer la revisión de ciertos tratados, especialmente NAFTA, que afectan de manera directa al sector automoción.	Neutro
Oro	Vender	El oro seguirá presionado a la baja por el aumento de la expectativa de inflación y la apreciación del dólar. La normalización de la política monetaria en EE.UU. y, progresivamente, en el resto de economías (*tapering* anunciado por el BCE, al que podía sumarse el BoJ...) reduce su atractivo como deposito de valor. Estimamos que la cotización se deslizará hacia 1.100/1.200$/oz. en 2017 y hacia 1.000/1.150$/oz. en 2018.	Adverso
Aerolíneas	Vender	Mantenemos el sector en Vender pero con mejores perspectivas por la aceleración del ciclo. Pensamos que el deterioro de los ingresos - por sobrecapacidad y por la guerra de tarifas - necesitará tiempo para mostrar signos de recuperación. Además, el aumento del precio del combustible, desde mínimos de 2015, dificultará la mejora de los márgenes	Adverso

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Utilities	Vender	Cambiamos la recomendación de Neutral a Vender por los siguientes motivos: (1) Pérdida de atractivo en un entorno de recuperación del ciclo, ya que la mayoría de sus ingresos están regulados y participan en menor medida del repunte de la actividad; (2) La bajada de rentabilidad de los bonos ha llegado a su fin, y se empiezan a ver subidas, lo que perjudica a estas empresas; (3) La reducción del coste de instalación de las energías renovables supone una amenaza para las energías convencionales; (4) El riesgo regulatorio puede resurgir, para evitar subidas de tarifas que perjudiquen la inflación. Compañías recomendadas: Iberdrola y Acciona.	Adverso
Concesiones	Vender	El entorno de mercado definido por la rotación hacia sectores más vinculados a ciclo provoca una pérdida de atractivo de los sectores con menor volatilidad. Asimismo, la expansión de múltiplos y mayores precios en activos generadores de yield aumenta la dificultad para adquirir nuevos activos con los que crecer pagando precios razonables. En el mercado español, Aena y Abertis pueden estar menos penalizadas por el buen comportamiento del tráfico y la sostenibilidad de sus dividendos, aunque el potencial de revalorización es limitado.	Neutro

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

4.- FONDOS DE INVERSIÓN SELECCIONADOS

A continuación incluimos los fondos que consideramos más adecuados para replicar la estrategia de inversión diseñada en éste informe.

FONDO	ACTIVO	RACIONAL	RENT. 2016 (1)
Carmingnac Securitè	Renta Fija Corto Plazo	Fondo de renta fija que invierte principalmente en obligaciones o valores asimilados, así como en otros títulos de deuda denominados en euros. El objetivo del fondo es la búsqueda de una rentabilidad regular preservando el capital invertido.	+ 2,23%
Dws Concept Kaldemorgen	Mixto RF Global	Fondo mixto flexible al que también lo podríamos denominar fondo multiestrategia por su capacidad de invertir en diferentes tipos de activos. Invierte hasta un 100% en renta variable, renta fija, certificados, instrumentos del mercado monetario y efectivo. Puede usar derivados para fines de cobertura y de inversión. No tiene restricciones de sectores y/o países. Conviene tener en cuenta que es un fondo con estrategias de inversión más sofisticadas que las de un fondo mixto de renta fija convencional.	+ 6.78%
BK Dividendo Europa	Renta Variable Europea	El fondo invertirá, directa o indirectamente a través de IIC (máximo del 10% del patrimonio), más del 75% de la exposición total en Renta Variable, en valores de emisores con una alta rentabilidad por dividendo. Mayoritariamente serán emisores de países europeos. De forma minoritaria, se podrá invertir en emisores de la OCDE y en países emergentes.	+ 6,12 %
Henderson Horizon Euroland	RV Europa Eurozona	Fondo que invierte en acciones de empresas de la zona euro, sin restricciones geográficas o sectoriales, buscando identificar las empresas con un valor más atractivo a un plazo de dos a tres años. Puede incluir otro tipo de valores, instrumentos monetarios y depósitos bancarios. Dirigido principalmente a inversores a largo plazo.	+ 2,22 %

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Fidelity America	Renta Variable EE.UU	Fondo de renta variable estadounidense. Escoge compañías atractivas en términos de valoración, buscando una cartera equilibrada y sin sobreponderar ningún sector concreto.	+ 11,79%
Robeco US Premium Equities	Renta Variable EE.UU	El fondo invierte en títulos de renta variable de empresas que cotizan en mercados de valores de Estados Unidos, tienen su domicilio social en ese país o desarrollan una parte preponderante de sus actividades económicas en él. Se centra en empresas que se encuentran infravaloradas y conjuguen una valoración atractiva con un catalizador de cambio. Estas empresas pueden ser tanto empresas de gran capitalización como empresas de mediana y pequeña capitalización.	+14,53%
Fidelity Global Industrials	RV Global Sector Industrial	Es un fondo de renta variable que invierte en compañías con fundamentales sólidos que están relacionadas con el análisis, desarrollo, manufactura, distribución y venta de materiales, productos o servicios relacionados con industrias cíclicas o de recursos naturales. Las posiciones no están centradas en un área geográfica particular pero el mayor peso está en EEUU. Es un fondo sólo recomendado para perfiles de riesgo agresivos.	+25,27%
BK Sector Finanzas	RV Europea Sector Financiero	El fondo invierte más del 75% de su exposición total en valores de renta variable del sector financiero (bancos, aseguradoras, brokers, gestoras de fondos,...). Referenciado al comportamiento del Stoxx 600 Banks y al Stoxx 600 Insurance. El peso del sector asegurador en la cartera le confiere un carácter más defensivo que la inversión pura en bancos (de mayor volatilidad y menor rentabilidad por dividendos). Aunque su rentabilidad desde inicio de año no es muy significativa, -0.20%, en los últimos 90 días(1) ha hecho un +17,45%.	- 0,20%
JPM India	Renta Variable India	En un fondo de renta variable india que sólo invierte en compañías de gran capitalización. Escoge compañías indias o que tengan una elevada exposición a la economía del país. Fondo sólo recomendado para perfiles agresivos.	- 6,02%

Rentabilidad hasta 14/12//2016. (2) Link a las Carteras Modelos de Fondos

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

5.- SELECCIÓN ESTABILIDAD.

Durante el primer trimestre del 2016 el que el entorno de tipos bajos y elevada volatilidad hace necesaria la búsqueda de alternativas de inversión con baja volatilidad y descorrelación con el mercado con un objetivo de preservación de patrimonio, con éste objetivo nace la Selección Estabilidad. Durante todo el 2016 hemos perseguido con esta selección una rentabilidad positiva dando prioridad a la preservación de capital, y realizando algún cambio en los fondos que la componen. La rentabilidad a cierre de este informe (16/12/16) es de un 2,48% .

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2016	Preferencia	Perfil riesgo	YTD*	Media Rent. 2007/15	Años en negativo	Vol. 1A%	Patrim. M€
Carmignac Securité	1	Defensivo	2,2%	3,4%	0	0,8	11.964,6
Robeco Global Total Return	2	Defensivo	+0,0%	+3,4%	2	3,0	2.111,1
Carmignac Capital Plus	3	Defensivo	+0,0%	+1,8%	1	1,4	1.820,3
JB Absolute Return	4	Defensivo	-4,7%	+2,5%	0	2,8	1.627,7
BNY Mellon Absolute Return Equity "R"	5	Defensivo	-1,5%	3,4%	0	2,4	2.281,5
Nordea Stable Return	6	Conservador	2,3%	4,5%	1	3,7	18.449,0
Bankinter Mixto Renta Fija	7	Conservador	-0,1%	2,7%	2	5,1	327,3
Pioneer Absolute Return Multi-Strategy	8	Moderado	1,9%	3,0%	1	2,7	920,1
JPMAM Global Macro Opportunities	9	Dinámico	-5,8%	+4,4%	2	5,5	5.918,4
DWS Top Dividende	10	Dinámico	7,2%	9,6%	0	11,8	18.478,4
Aberdeen Global European Equity Div.	11	Dinámico	1,7%	6,2%	1	20,9	69,3
Pioneer European Equity Target Income	12	Dinámico	-2,2%	+12,0%	0	19,5	2.679,7

Fecha cierre 16/12/16

RENTABILIDAD TOTAL *	2,48%

**Incluye la rentabilidad teniendo en cuenta los cambios aplicados desde lanzamiento 12/02/2016 hasta cierre*

Para el **2017** actualizamos nuestra Selección Estabilidad, focalizándonos en fondos de retorno absoluto, fondos con volatilidad baja y muy controlada, y con una gestión demostrada de preservación de capital. También incluimos fondos de renta variable con una estrategia conservadora, que nos permitirán alcanzar una mayor rentabilidad. La perspectiva de inversión recomendada para los activos seleccionados es de al menos un año, aunque la realmente idónea alcanza los **tres años de inversión.**

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

SELECCIÓN ESTABILIDAD 2017	Preferencia	Perfil riesgo	YTD*	Media Rent. 2007/15	Años en negativo	Vol. 1A%	Patrim. M€
Carmignac Securité	1	Defensivo	2,2%	3,4%	0	0,8	11.964,6
BNY Mellon Absolute Return Equity "R"	2	Conservador	-1,5%	3,4%	0	2,4	2.281,5
Nordea Stable Return	3	Conservador	2,3%	4,5%	1	3,7	18.449,0
Bankinter Mixto Renta Fija	4	Conservador	-0,1%	2,7%	2	5,1	327,3
Fidelity Global Multi Asset Income	5	Moderado	5,8%	2,6%	1	4,6	4.345,4
Bellevue BB Global Macro B	6	Moderado	2,4%	3,8%	0	6,0	295,9
Carmignac Patrimoine A	7	Moderado	5,3%	4,6%	2	6,2	25.090,2
Pioneer Absolute Return Multi-Strategy	8	Moderado	1,9%	3,0%	1	2,7	920,1
MEDIA SELECCIÓN ESTABILIDAD 2017			2,3%	3,5%	2	3,9	
SELECCIÓN ESTABILIDAD PLUS 2017							
DWS Top Dividende	9	Dinámico	7,2%	9,6%	0	11,8	18.478,4
Aberdeen Global European Equity Div.	10	Dinámico	1,7%	6,2%	1	20,9	69,3
First Eagle Amundi International	11	Dinámico	5,9%	2,3%	2	9,4	7.990,0
MEDIA SELECCIÓN ESTABILIDAD PLUS 2017			4,9%	6,0%	1	14,0	
TOTAL MEDIA *			3,0%	4,2%	1	6,7	

16/12/16

* Al tratarse una actualización para 2017, las rentabilidades que se ofrecen son las históricas y sólo a título informativo.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

6.- LISTA ALTERNATIVA A RENTA FIJA.

Hemos elaborado esta selección para ofrecer alternativas a la parte más conservadora de las carteras. Hay que tener en cuenta que no se trata de una cartera por sí misma. Esta selección consta de nombres individuales que cumplen criterios de baja volatilidad (<4%) con rentabilidades anualizadas ajustados pero positivas.

Una vez que se vayan a seleccionar para formar parte de una cartera cobra especial relevancia la selección por la volatilidad y/o por la caída máxima en un mes de cada fondo. Estas dos variables nos pueden determinar la satisfacción del cliente con el producto en un futuro.

Todos los fondos están incluidos en nuestro Top Selección. La lista ha sido elaborada con la intención de no variar frecuentemente, pero se podría ampliar si identificamos nuevas oportunidades que cumplan las características anteriormente citadas.

19 de diciembre de 2016

Nombre	Divisa	Rent. Anualizada Inicio	Máxima Caída 1Mes	Volatilidad Inicio	YTD 2016 (hoy)
BNY MELLON ABS RET EQTY-ERH	EUR	2,37%	-1,19%	2,3%	-1,45%
BANKINTER RENTA DINAMICA FI	EUR	1,12%	-2,95%	3,2%	-0,21%
JPM INC OPPORT-D PERF ACC EH	EUR	3,13%	-2,64%	3,2%	5,84%
EDR START-C	EUR	1,06%	-0,54%	1,0%	1,33%
CARMIGNAC SECURITE-A EU ACC	EUR	3,27%	-1,12%	1,9%	2,19%
AXA WORLD-GL STRAT BD-AH A	EUR	3,19%	-2,66%	3,6%	5,19%

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

7.- COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS SELECCIONADAS

COMPAÑÍA	RACIONAL	SECTOR
Inditex	Consideramos atractivo cualquier nivel en el rango 30/35€/acc. Seguimos confiando en su capacidad de crecimiento debido a la reducida concentración geográfica de las tiendas (por lo que conserva un elevado potencial de crecimiento en todas las regiones) y a la escalabilidad derivada que proporciona la buena aceptación de sus ventas online. A todo eso se añade una caja neta superior a 5.000M€. **En los resultados del 3T16 se crearon dudas respecto a la reducción de márgenes**. Con unas supuestas elevadas ventas online esta reducción debería haber sido menor. Faltan cifras oficiales para llegar a alguna conclusión definitiva. **La acción nos sigue gustando** y mantenemos **Precio Objetivo en 36,60€.** Link a la última nota de la compañía.	Distribución
Bankia	Bankia es nuestro valor favorito en España en base: (i) La ratio de capital CET-I "*fully loaded*" (actualmente en el 13,24%) es de las más altas a nivel europeo y no contempla las plusvalías latentes en la cartera de bonos como es habitual entre los bancos europeos. **En términos comparables el CET-I "*fully loaded*" alcanzacía el 14,18% en 3T´16**, (ii) el enfoque comercial del banco conlleva un **cambio de mix paulatino en la cartera de inversión**. **La actividad comercial gana tracción y el stock de crédito aumenta en los segmentos más rentables,** (iii) valoramos positivamente la mejora en la ratio de eficiencia (actualmente en el 51,8% sin considerar ROF´s) y (iv) en un entorno complicado como el actual (tipos de interés en mínimos históricos y desapalancamiento del sistema)**, el BNA del alcanza 250 M€ en 3T´16, lo que apunta a un ROE potencial a largo plazo superior al 8,4% si los indicadores de riesgo continúan mejorando.** Link a la última nota de la compañía.	Bancos
ACS	La implantación en EE.UU. (crecimiento de la cartera de proyectos de +18% en Norteamérica) coloca a la compañía en una situación ventajosa para aprovechar el incremento de la inversión en infraestructuras previsto por Trump. La compañía continúa mejorando su perfil de riesgo gracias a la significativa reducción de la deuda (Deuda Neta / Ebitda 2016e = 0,5x) tras la venta de Urbaser, lo que le permitirá obtener un rating con grado de inversión en 2017. Link a la última nota de la compañía.	Construcción

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Caixabank	Valoramos positivamente la gestión de márgenes del banco, el aumento en la actividad comercial (+11,0% en nuevas operaciones a empresas) y la diversificación de ingresos (52,0% negocio bancario y consumo; 28,0% seguros y 20,0% resto de actividades). Las ratios de solvencia permiten afrontar la adquisición de BPI (5° banco de Portugal por volumen de activos) manteniendo una ratio CET-I "*fully loaded*" superior al 11,0%. Link a la última nota de la compañía.	Bancos
Acerinox	Su resultado del 3T batió las expectativas y el incremento en su libro de órdenes augura una buena evolución en los próximos trimestres. Con el incremento de la demanda la compañía será capaz de subir los precios y esto, unido a los saneamientos y a las mejoras de eficiencia, propiciará que sus márgenes sigan recuperándose. Además, la rotación sectorial que se ha estado produciendo tras la victoria de Trump debería tener continuidad.	Industrial

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

8.- SELECCIÓN ESPECIAL DE COMPAÑÍAS DEFENSIVAS Y AGRESIVAS

En el pasado informe trimestral incluíamos dos listas de valores: (I) destinados a aquellos inversores con un sesgo defensivo y (ii) para aquellos con un sesgo más agresivo. Ya adelantábamos nuestra tendencia e inclinación hacia valores de mayor beta y con mayor exposición al ciclo. Este cambio de sesgo es el que se ha implementado tanto en la cartera de fondos como en la de valores.

Sea como fuere, el resultado en rentabilidad ha sido muy positivo como muestran los respectivos cuadros adjuntos.

VALORES CON SESGO DEFENSIVO	3-oct.-16	19-dic.-16	Var. (%)
BANKIA SA	0,725	0,987	36,1%
BBVA	5,288	6,495	22,8%
CONOCOPHILLIPS	43,43	51,91	19,5%
TOTAL SA	42,325	48,035	13,5%
AIR LIQUIDE SA	96,63	105,65	9,3%
PHILIPS	26,235	28,29	7,8%
SAP SE	80,92	81,85	1,1%
AENA SA	131,9	132,4	0,4%
VISCOFAN SA	47,94	47,925	0,0%
MERLIN PROP.	10,3	10,2	-1,0%
ABERTIS	13,79	13,495	-2,1%
GRIFOLS SA	18,965	18,36	-3,2%
AMADEUS	44,645	42,955	-3,8%
NESTLE	76,8	72,7	-5,3%
ENAGAS SA	26,51	24,795	-6,5%
RED ELECTRICA	19,145	17,525	-8,5%
DANONE	67,16	60	-10,7%
MEDIA SIMPLE			4,1%

VALORES CON SESGO CÍCLICO	3-oct.-16	19-dic.-16	Var. (%)
SOCIETE GENERALE	30,465	46,67	53,2%
BNP PARIBAS	45,615	60,86	33,4%
AXA SA	18,735	23,815	27,1%
TECNOCOM TELECOM	3,33	4,165	25,1%
MAPFRE SA	2,488	2,983	19,9%
ENI SPA	12,89	14,96	16,1%
WESTERN DIGITAL	58,86	68,07	15,6%
ACS	26,725	30,285	13,3%
ACERINOX SA	11,48	12,99	13,2%
BHP BILLITON PLC	1183	1279,5	8,2%
ASML HOLDING NV	97,36	104,75	7,6%
ACCIONA SA	67	70,17	4,7%
EXXON MOBIL	87,05	90,8435	4,4%
MEDIASET	10,655	10,965	2,9%
ORANGE	13,8	14,185	2,8%
EDREAMS	2,94	3,017	2,6%
IBERDROLA SA	6,036	6,028	-0,1%
INTEL CORP	37,66	36,735	-2,5%
HISPANIA	12,03	11,535	-4,1%
NH HOTEL	4,175	3,945	-5,5%
VIDRALA	53	48,67	-8,2%
FERROVIAL	18,9	17,33	-8,3%
MEDIA SIMPLE			10,1%

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

9.- COMPAÑÍAS EUROPEAS SELECCIONADAS

COMPAÑÍA	RACIONAL	SECTOR
Total	Sigue en cartera ante la mejora de perspectivas de la cotización del crudo. Destaca su solidez financiera y su incremento de producción de hidrocarburos (2,4M bep/d; +4%) estando muy equilibrado entre líquidos (+4%) y gas (+5%). A futuro esperan mantener este caudal de crudo, lo que dará estabilidad a la cotización. La rentabilidad por dividendo se sitúa por encima del 5,0%.	Petrolera
SocGen	Estimamos una mejora significativa en la cuenta de P&G y en las ratios de capital gracias a la mejora del negocio relacionado con los mercados de capitales. El banco cotiza con un descuento importante sobre el valor en libros (cercano al 40,0%) y debería continuar beneficiándose del repunte en los múltiplos de valoración en el sector.	Bancos
BNP Paribas	La P&G mejora gracias al control de costes. El ROE se mantiene por encima del 8,5% (vs 5,0% aprox. de media sectorial). Los múltiplos son atractivos y la rentabilidad por dividendo es elevada (3,9%).	Bancos
ABN	Los índices de actividad mejoran y la rentabilidad del banco (ROE) se acerca al 10,0% a pesar de la dificultad del entorno (tipos de interés, rentabilidad de la cartera ALCO, etc...). Los múltiplos (P/VC de 0,33 x) son atractivos y notablemente inferiores a la media sectorial.	Bancos
ING	Valoramos positivamente la diversificación de ingresos, la mejora en las ratios de capital y el aumento de perspectivas en rentabilidad (el ROE esperado supera el 9,0%).	Bancos
AXA	La mejora del ciclo económico y el aumento de perspectivas de inflación favorecerá: (i) los ingresos derivados de la cartera de inversión y (ii) la generación de primas, especialmente de vida. Además, los ratios de solvencia de la compañía son elevados y su rentabilidad por dividendo se sitúa alrededor de 4,5%, nivel realmente atractivo.	Seguros
Sap AG	Las perspectivas sectoriales han mejorado en las últimas semanas. La cotización lo está descontando positivamente (YTD +17,6%). A medio plazo seguirá haciéndolo bien. Cuenta con un sólido balance: caja neta 2017: 2.500M	Tecnología

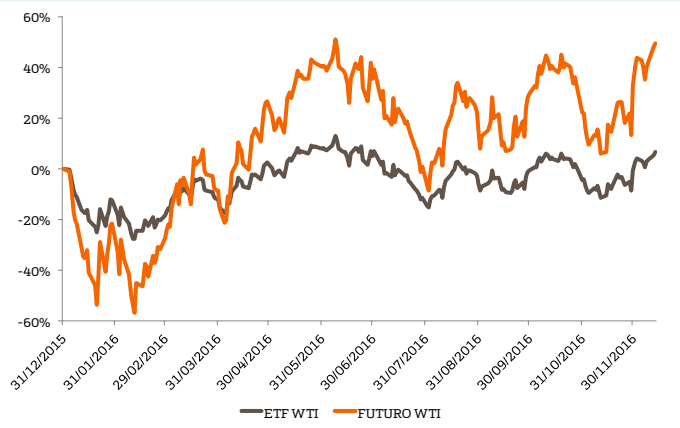
© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

4. Temática trimestral: PETRÓLEO. *CONTANGO* vs *BACKWARDATION*.-

Durante 2015 y 2016 hemos presenciado como el precio del crudo evolucionaba positivamente (revalorización del WTI en 2015 -30,47% y en 2016 +38,17%) y, sin embargo, los ETF que replican este subyacente acumulan rentabilidades claramente inferiores. Por ejemplo, el USO (replica el WTI): rentabilidad 2015: -45,97% y en 2016 +2,91%. Esto es debido al contango. Los ETFs de crudo no invierten en crudo. Materializan sus inversiones en futuros, en particular en el de más inmediato vencimiento.

Durante 2015 y 2016 hemos presenciado como el precio del crudo evolucionaba positivamente (revalorización del WTI 2015 -30,47% y en 2016 +38,17%) y, sin embargo, los ETF que replican este subyacente acumulan rentabilidades claramente inferiores. Por ejemplo, el USO (replica el WTI): rentabilidad 2015: -45,97% y en 2016 +2,91%. Esto es debido al *contango*.

Evolución del ETF del WTI vs Futuro del WTI



ETF de petróleo: ¿invierten en petróleo físico?

Los ETFs de materias primas no invierten en el subyacente físico debido a restricciones legales. Lo más parecido, y es la estrategia recogida en folleto, es invertir en futuros de dicho subyacente de su más próximo vencimiento. A su vez, en la medida que trascurre el tiempo y el futuro donde está invertido muere, hacen el *roll-over* de la posición al siguiente vencimiento más inmediato.

Por otro lado, la cotización del futuro del crudo no suele coincidir con el contado. El precio del contado se forma con la interacción de las órdenes de compra y de venta de los inversores. Sin embargo, el precio de los futuros de crudo se compone de tres partidas: la cotización del subyacente, intereses y los costes de almacenamiento y aseguramiento.

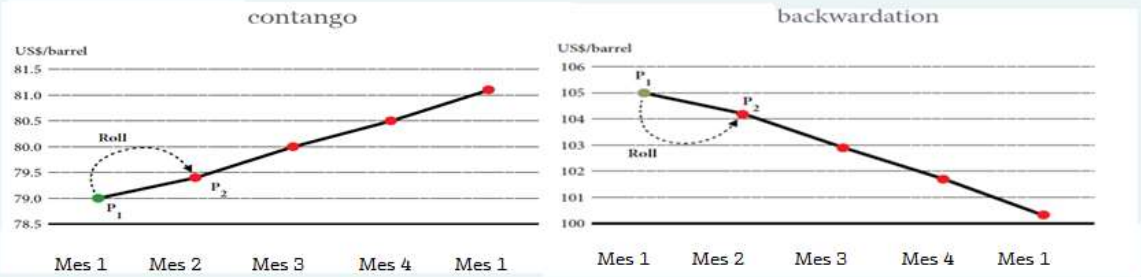
¿Qué es el *Contango* vs. *Backward*?

En el mercado de los *commodities*, la cotización del futuro puede estar por encima/debajo de la cotización del siguiente contrato. En esa circunstancia aparece el *contango* o el *backwardation*.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Contago es la figura en la que el futuro del subyacente cotiza por encima del contado y a vencimiento, el *roll-over* se hace a un nivel superior al futuro que vence. A vencimiento del contrato (tercer viernes de trimestre –marzo, junio, septiembre y diciembre-), el futuro tiende a igualarse con la cotización del *spot*. Es decir, la cotización del futuro cae.

Backwardation es la figura en la que el futuro del subyacente cotiza por debajo del contado y a vencimiento, el *roll-over* se hace a un nivel inferior al futuro que vence. A vencimiento del contrato, el futuro tiende a igualarse con la cotización del *spot*. Es decir, la cotización del futuro sube.



En los últimos 18 meses el futuro del crudo ha estado cotizando, de media un 9% por encima del contado y del próximo vencimiento. Por eso, el más comportamiento del ETF frente al subyacente.

La semana del 12 de diciembre tuvo lugar el *roll-over* del vencimiento de diciembre 2016 a marzo 2017. A fecha de 15/12/2016, el *roll-over* del Brent vencimiento marzo 2017 se realizaba a 55,23$/brr frente a un contado de 50,82$/brr. Si el contado se mantiene estable hasta marzo, en esa fecha el futuro se alineará con el futuro con lo que el ETF acumulará una rentabilidad en el trimestre de -5,4%. Y simultáneamente, deberá abrir una nueva posición larga en el futuro de junio'17. La cotización del futuro de junio '17 cotiza a 56,43$/brr, por lo que acumulará una caída adicional del ETF del -1,8% trimestral adicional.

A futuro, *¿contango o backwardation?: contango. Conclusión:* No entrar en el ETF del crudo.

La curva de futuros arroja *contango* en los próximos 6 meses

Respecto al WTI, ahora mismo, el *contango* es del -7,7% en 1T y del -2,61$ en el segundo trimestre.

Curva de futuros del crudo y de consenso de mercado

	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	2016	2017	2018	2019
NYMEX WTI $/BBL	49.10	53.24	54.67	55.00	51.31	54.48	54.45	54.18
Forecast (Median)	48.00	50.40	53.00	54.00	43.05	53.50	60.00	60.00
Diff (Median - Curr	-1.10	-2.84	-1.67	-1.00	-8.26	-0.98	+5.55	+5.82
ICE Brent $/BBL	50.82	55.23	56.24	56.43	53.94	56.09	56.30	56.39
Forecast (Median)	50.00	51.00	54.00	55.50	44.75	55.00	62.00	62.00
Diff (Median - Curr	-0.82	-4.23	-2.24	-0.93	-9.19	-1.09	+5.70	+5.61

Fuentes: Bloomberg,

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

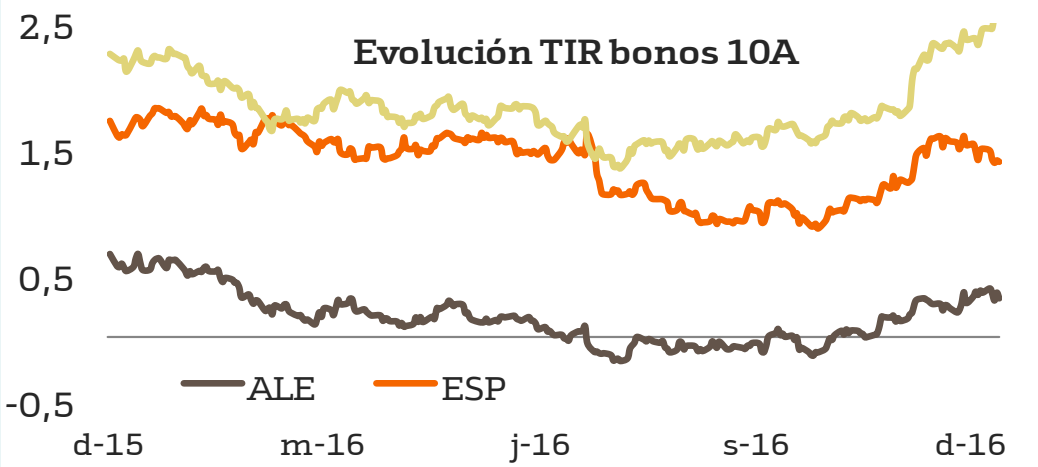
4. Temática trimestral- Comienza la era Trump. Principales implicaciones en ciclo económico y mercado.

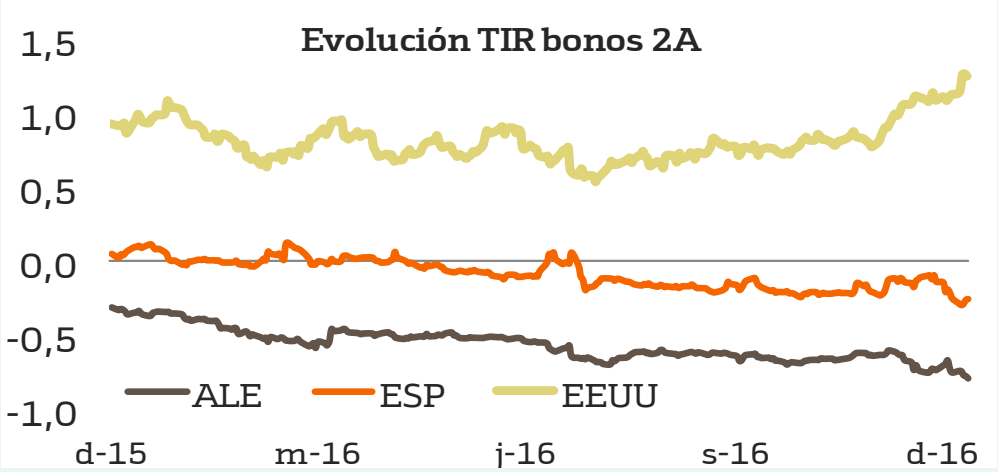
La victoria electoral de Trump abre un período de incertidumbre acerca del impacto de sus primeras decisiones, lo que aconseja plantearse diferentes escenarios en función del grado de implementación de su programa electoral. Consideramos que la mudanza desde la Torre Trump a la Casa Blanca obligará al presidente a aceptar una dosis de *realpolitik* y moderar sus propuestas más controvertidas. En este escenario central, la puesta en marcha de estímulos fiscales cambia el paradigma de los últimos años, genera mayores expectativas de crecimiento e inflación, refuerza el potencial alcista de las bolsas y reduce el atractivo de los bonos.

	Escenario A - programa negociado (80% probabilidad)	Escenario B - Programa completo (20% probabilidad)
Contexto	Las propuestas más polémicas del programa de Trump se suavizan en las Cámaras. Implementación parcial del plan de inversión en infraestructuras y rebajas de impuestos moderadas. Incremento asumible del déficit fiscal (<5%). Statu quo en las relaciones comerciales.	Trump aprovecha el control republicano del Congreso para aplicar su programa completo. Bajada de impuestos agresiva y rápido incremento del déficit fiscal. Deterioro de las relaciones comerciales. Mayor riesgo sistémico en el sector financiero.
Economía EE.UU	El PIB acelera su nivel de crecimiento a corto plazo hasta niveles cercanos a +2,5%. Aumento de la inflación (>2,0%), reducción del paro hasta 4,5%. Sin cambios en el potencial de largo plazo, incrementos leves de la productividad.	Fuerte incremento del crecimiento a corto plazo hasta +3,0%/+3,5%. Rápido incremento de la inflación (>3,0%), déficit público superior a 5%. Recalentamiento de la economía. Desequilibrios estructurales. ¿Germen de la próxima recesión?
Ciclo y comercio global	Ciclo moderadamente expansivo. Potencial de largo plazo limitado por factores como envejecimiento de la población y baja productividad. El ritmo expansivo gana *momentum* a corto plazo. Expansión del comercio <3% por la carencia de nuevos acuerdos multilaterales de liberalización.	Penalizado en el largo plazo por un escenario de mayor incertidumbre que restringe /aplaza las decisiones de inversión y consumo duradero. Sin impulso por parte del comercio exterior. Más medidas proteccionistas. Guerra de divisas y devaluaciones competitivas.
Europa	Consolidación del crecimiento. Inflación moderada. Leve relajación fiscal para frenar populismo. Riesgos geopolíticos en Oriente Medio por menor intervención de EE.UU.	PIB afectado por el deterioro del comercio y el menor volumen de inversión. Auge del populismo en las elecciones y parálisis en la integración. Riesgos geopolíticos al alza.
Bancos Centrales, tipos de interés	Desacoplamiento entre EE.UU. y Europa. La Fed continúa el ciclo de subidas, con tipo director en 1,0% / 1,25% en Dic-17. BCE mantiene QE hasta Dic-2017 y tipos 0% hasta 2018.	Subida muy rápida de la Fed, forzada a "correr detrás de la curva". BCE obligado a mantener tipos bajos y aumentar QE. Se evidencian los límites de la política monetaria.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

	Escenario A - programa negociado (80% probabilidad)	Escenario B - Programa completo (20% probabilidad)
USD	Dólar reforzado en el corto plazo por el diferencial de crecimiento y tipos con respecto a Europa.	Tras alcanzar paridad, depreciación de dólar hasta 1,15/1,20 por mayor déficit y deterioro de calidad crediticia de EEUU.
Bolsas	Mejora de resultados empresariales. El incremento de ingresos por mayor volumen e incremento de inflación compensa los mayores costes salariales. Potencial en EE.UU y UEM.	Revierten tendencia. Tras el rally de finales de 2016, descenso del S&P500. *De-rating* y *sell-off* de activos de riesgo. Mal comportamiento en Europa y emergentes por contagio.
Sectores	Rotación hacia sectores más vinculados al ciclo. Repunte de financieras por expectativa de subidas de tipos y regulación más laxa en EE.UU. Menor atractivo de sectores defensivos.	Confusión y rotación errática de sectores. Progresivo "vuelo a la calidad", con retorno a compañías con reducido apalancamiento, perfil defensivo y baja beta.
Petróleo	Estabilización del precio en el rango 50$ / 55$. El aumento de la demanda se compensa por mayor producción de *shale oil.*	Caída en el largo plazo por debilitamiento de la demanda final.
Emergentes	Impacto manejable. China y México afectados por vínculos comerciales con EE.UU. India destaca positivamente.	Impacto claramente negativo sobre mercados, deuda emergente y acusada depreciación de sus divisas.
Volatilidad	Estabilización, niveles asumibles (20% en el VIX).	Fuerte subida, VIX y V2X en niveles superiores a 30%.
Bonos	Caída de precios ante la expectativa de aumento de tipos de interés. Los bonos de largo plazo dejan de ser un activo refugio. Creciente riesgo de duración.	Erraticidad inicial. A medida que existan mayores desequilibrios, aumento de TIR en bonos corporativos y tasa de impago en *high yield*.





© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

ANEXO I: España y Portugal, cifras históricas y estimaciones - Detalle.

España, cifras clave	1T15r	2T15r	3T15r	4T15r	2015r	1T16r	2T16r	3T16r	4T16e	Pesimista	2016e Central	Optimista
PIB	2,7%	3,1%	3,4%	3,6%	3,2%	3,4%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%	3,3%	3,4%
Consumo Privado	2,4%	2,5%	3,3%	3,2%	2,8%	3,4%	3,2%	2,8%	3,1%	3,0%	3,1%	3,3%
Gasto Público	1,0%	1,9%	2,3%	2,7%	2,0%	2,0%	0,8%	1,4%	1,5%	1,3%	1,4%	1,5%
Inversión empresarial	5,5%	9,7%	10,4%	9,6%	8,8%	7,6%	6,1%	4,9%	5,0%	5,8%	5,9%	6,0%
Construcción	4,8%	4,6%	5,3%	5,0%	4,9%	3,1%	2,0%	2,0%	1,7%	2,1%	2,2%	2,3%
Demanda interna	2,7%	3,1%	3,7%	3,8%	3,3%	3,5%	2,9%	2,6%	2,6%	2,8%	2,9%	3,1%
Aportación sector exterior	0,1%	0,0%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,5%	0,6%	0,4%	0,2%	0,4%	0,4%
Déficit Público/PIB					-5,1%					-5,6%	-4,6%	-3,9%
Deuda/PIB					99,7%					103,8%	100,8%	98,8%
Tasa de paro (EPA)	23,8%	22,4%	21,2%	20,9%	20,9%	21,0%	20,0%	18,9%	18,8%	20,8%	18,8%	16,8%
IPC	-0,7%	0,1%	-0,9%	0,0%	0,0%	-0,8%	-0,8%	0,2%	1,0%	0,7%	1,0%	1,3%
IPC UEM	-0,3%	0,2%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,7%	1,1%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%	0,0%
Euribor 1m (cierre trimestre y media anual)	-0,02%	-0,06%	-0,10%	-0,21%	-0,21%	-0,30%	-0,35%	-0,37%	-0,37%	-0,19%	-0,37%	-0,56%
Euribor 3m (cierre trimestre y media anual)	0,02%	-0,04%	-0,04%	-0,13%	-0,13%	-0,15%	-0,30%	-0,30%	-0,31%	-0,16%	-0,31%	-0,47%
Euribor 12m (cierre trimestre y media anual)	0,20%	0,16%	0,15%	0,06%	0,06%	-0,01%	-0,05%	-0,06%	-0,08%	-0,17%	-0,08%	0,05%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	0,20%	0,77%	0,65%	0,63%	0,63%	0,10%	0,00%	-0,11%	0,24%	0,1%	0,24%	0,3%
Tipos a largo España (B10A, en Dic)	1,25%	2,15%	2,00%	1,70%	1,70%	1,44%	1,50%	1,10%	1,36%	1,1%	1,36%	1,7%
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-5,2%	-4,6%	-6,4%	-4,9%	-4,9%	-5,8%	-4,8%	-4,5%	-4,2%	-2,1%	-4,2%	-6,3%
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	-4,1%	-5,5%	-4,7%	-4,7%	-4,7%	-4,6%	-3,6%	-3,2%	-2,8%	-1,4%	-2,8%	-4,2%

España, cifras clave	1T17e	2T17e	3T17e	4T17e	Pesimista	2017e Central	Optimista	1T18e	2T18e	3T18e	4T18e	Pesimista	2018e Central	Optimista
PIB	2,9%	2,8%	2,7%	2,5%	2,3%	2,8%	3,2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,7%	1,8%	2,6%	3,3%
Consumo Privado	3,0%	2,8%	2,6%	2,4%	2,4%	2,7%	3,0%	2,3%	2,2%	2,5%	2,4%	1,9%	2,4%	2,8%
Gasto Público	1,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,3%	1,5%	1,0%	1,5%	1,5%	2,0%	1,0%	1,5%	2,0%
Inversión empresarial	6,5%	6,5%	7,0%	7,5%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	6,6%	7,1%	7,6%
Construcción	1,7%	1,7%	2,0%	2,0%	1,6%	1,9%	2,1%	2,5%	2,0%	2,5%	2,0%	1,8%	2,3%	2,7%
Demanda interna	2,6%	2,7%	2,5%	2,4%	2,0%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,6%	2,6%	2,0%	2,5%	3,0%
Aportación sector exterior	0,3%	0,1%	0,3%	0,1%	0,4%	0,2%	0,7%	0,1%	0,1%	-0,1%	0,1%	-0,2%	0,1%	0,3%
Déficit Público/PIB					-4,2%	-3,2%	-2,5%					-3,3%	-2,3%	-1,6%
Deuda/PIB					104,7%	100,7%	97,7%					104,3%	99,3%	96,3%
Tasa de paro (EPA)	18,9%	18,0%	17,2%	17,1%	19,1%	17,1%	15,1%	17,1%	16,4%	15,8%	15,7%	17,7%	15,7%	13,7%
IPC	2,1%	1,7%	2,0%	1,6%	1,2%	1,6%	2,1%	2,0%	1,3%	1,4%	1,4%	0,8%	1,4%	2,2%
IPC UEM	0,5%	0,7%	1,1%	1,2%	0,7%	1,3%	2,0%	1,2%	1,5%	1,4%	1,5%	0,8%	1,5%	2,3%
Tipo intervención BCE (en Dic.)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%	0,0%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%	0,0%
Euribor 1m (cierre trimestre y media anual)	-0,35%	-0,25%	-0,20%	-0,15%	-0,1%	-0,15%	-0,2%	-0,10%	-0,10%	-0,05%	0,00%	0,0%	0,00%	0,0%
Euribor 3m (cierre trimestre y media anual)	-0,25%	-0,20%	-0,20%	-0,15%	-0,1%	-0,15%	-0,2%	-0,10%	-0,10%	-0,05%	0,05%	0,0%	0,05%	0,1%
Euribor 12m (cierre trimestre y media anual)	-0,07%	-0,05%	-0,03%	0,05%	0,0%	0,05%	0,1%	0,05%	0,05%	0,10%	0,15%	0,1%	0,15%	0,2%
Tipos a largo (Bund, en Dic.)	0,40%	0,50%	0,55%	0,60%	0,3%	0,60%	0,8%	0,60%	0,70%	0,80%	1,00%	0,5%	1,00%	1,4%
Tipos a largo España (B10A, en Dic)	1,60%	1,65%	1,65%	1,70%	1,0%	1,70%	2,3%	1,75%	1,85%	1,90%	2,00%	1,3%	2,00%	2,6%
Crédito empresarial (cartera acumulada)	-4,0%	-3,5%	-3,0%	-2,0%	-1,0%	-2,0%	-3,0%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Crédito hipotecario (cartera acumulada)	-2,5%	-2,0%	-1,5%	-0,9%	-0,5%	-0,9%	-1,4%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	0,5%	1,0%	1,5%

Fuentes: Datos históricos, BdE, Boletín Económico; Estimaciones, Análisis Bankinter.

Los datos que se ofrecen como estimación de PIB para año completo son los promedios de cada trimestre.

Portugal, datos clave	2015r									2016e		
	1T15r	2T15r	3T15r	4T15r		1T16r	2T16r	3T16r	4T16e	Pesimista	Central	Optimista
PIB	1,7%	1,7%	1,6%	1,4%	***1,5%***	0,9%	0,9%	1,6%	0,9%	*0,9%*	***1,1%***	*1,4%*
Consumo Privado	2,8%	3,4%	2,1%	1,9%	***2,6%***	2,5%	1,6%	1,9%	2,0%	*1,9%*	***2,0%***	*2,2%*
Gasto Público	-0,2%	1,2%	1,1%	1,3%	***0,8%***	1,3%	0,8%	0,5%	-1,0%	*0,4%*	***0,5%***	*0,7%*
Inversión Empresarial	0,1%	9,6%	3,0%	5,9%	***3,6%***	-2,0%	-2,7%	-3,1%	-3,5%	*-2,8%*	***-2,7%***	*-2,5%*
Demanda Interna	1,8%	3,7%	2,1%	2,1%	***2,4%***	1,5%	0,8%	0,9%	0,5%	*0,8%*	***0,9%***	*1,0%*
Aportación Sector Exterior	-0,2%	-2,2%	-0,7%	-0,9%	***-1,0%***	-0,6%	0,1%	0,7%	0,3%	*-0,1%*	***0,1%***	*0,2%*
Déficit Público/PIB					***4,4%***					*2,9%*	***2,6%***	*2,4%*
Deuda Pbca./PIB					***129%***					*134%*	***131%***	*129%*
Bono 10 años (TIR, Dic.)	1,7%	3,0%	2,4%	2,5%	***2,5%***	2,9%	3,0%	3,3%	3,9%	*4,1%*	***3,9%***	*3,3%*
Tasa de Paro	13,7%	11,9%	11,9%	12,2%	***12,2%***	12,4%	10,8%	10,5%	11,0%	*11,0%*	***11,0%***	*10,5%*
IPC	0,3%	0,8%	0,9%	0,4%	***0,4%***	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	*0,4%*	***0,7%***	*0,8%*

Portugal, datos clave					2017e							2018e		
	1T17e	2T17e	3T17e	4T17e	Pesimista	Central	Optimista	1T18e	2T18e	3T18e	4T18e	Pesimista	Central	Optimist
PIB	0,9%	1,1%	1,1%	1,0%	*0,6%*	***1,0%***	*1,5%*	1,1%	1,1%	0,8%	1,0%	*0,5%*	***1,0%***	*1,8%*
Consumo Privado	2,1%	2,0%	1,5%	1,5%	*1,5%*	***1,8%***	*2,2%*	1,8%	1,6%	1,5%	1,5%	*1,4%*	***1,6%***	*2,0%*
Gasto Público	0,0%	0,5%	1,0%	1,0%	*0,3%*	***0,6%***	*1,0%*	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%	*0,5%*	***0,7%***	*1,2%*
Inversión Empresarial	-3,0%	-2,5%	-1,0%	-0,5%	*-2,3%*	***-1,8%***	*-1,5%*	0,0%	1,0%	1,0%	2,5%	*0,6%*	***1,1%***	*1,7%*
Demanda Interna	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	*0,7%*	***1,1%***	*1,4%*	1,3%	1,4%	1,3%	1,5%	*1,1%*	***1,4%***	*1,8%*
Aportación Sector Exterior	0,5%	0,0%	0,0%	-0,3%	*-0,2%*	***0,1%***	*0,1%*	-0,3%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	*-0,7%*	***-0,4%***	*0,2%*
Déficit Público/PIB					*2,4%*	***2,0%***	*1,6%*					*2,1%*	***1,8%***	*1,5%*
Deuda Pbca./PIB					*134%*	***131%***	*126%*					*134%*	***128%***	*125%*
Bono 10 años (TIR, Dic.)	4,0%	3,6%	3,5%	3,5%	*3,9%*	***3,5%***	*3,0%*	3,5%	3,8%	3,8%	4,0%	*4,3%*	***4,0%***	*3,6%*
Tasa de Paro	11,5%	11,0%	10,8%	11,0%	*11,3%*	***11,0%***	*10,6%*	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	*11,5%*	***11,0%***	*10,5%*
IPC	0,7%	0,9%	1,2%	1,2%	*0,9%*	***1,2%***	*1,5%*	1,2%	1,3%	1,5%	1,5%	*1,0%*	***1,5%***	*1,8%*

Fuentes: Datos históricos, Banco de Portugal. Estimaciones, Análisis Bankinter.

Los datos que se ofrecen como estimación de PIB para año completo son los promedios de cada trimestre.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

ANEXO II: Ratios de compañías, Ibex-35 y EuroStoxx-50.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

bankinter.

19 de diciembre de 2016
cierres de 16-dic-16

Ratios compañías Ibex 35

	Cierre	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitalización (1)	PER 2015	PER 2016e	PER 2017e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE 2015	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE 2016e	Var.%	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE 2017e	Var.%	Rentab. Div'16e	Próximo Div. (2)	ROE Media 3A	ROE 2016e	ROE 2017e	DN/FFPP (Último)	P/VC Media3A	P/VC 2016e	P/VC 2017e	Recomendación	P. Objetivo
Ibex 35	9.355	1,8%	8,5%	-2,0%	588.418	21,1 x	18,1 x	14,9 x	21.798	32.345	48%	39.198	21%	4,2%										
Abertis	13,49	2,8%	8,9%	-1,7%	13.360	6,7 x	13,3 x	13,8 x	1.880	1.007	-46%	965	-4%	5,4%	18/04/17	31,7%	18,0%	16,0%	2,3 x	3,7 x	2,0 x	3,1 x	Comprar	15,70
Acciona	70,12	8,5%	10,3%	-11,3%	4.015	21,8 x	5,7 x	18,8 x	208	699	236%	214	-69%	3,6%	29/06/17	0,0%	17,6%	5,4%	1,3 x		1,0 x	1,0 x	Comprar	88,40
Acerinox	13,13	2,8%	10,7%	39,4%	3.623	75,1 x	97,9 x	35,9 x	43	37	-14%	101	173%	3,4%	21/06/17	4,1%	2,4%	6,6%	0,4 x	1,5 x	1,8 x	1,8 x	Neutral	11,20
ACS	30,21	3,8%	12,8%	11,8%	9.506	13,9 x	12,6 x	11,2 x	724	752	4%	845	12%	3,8%	16/01/17	23,0%	21,6%	17,8%	0,5 x	2,5 x	2,8 x	2,3 x	Comprar	34,00
Aena	132,50	1,9%	5,9%	25,7%	19.875	0,0 x	17,3 x	18,0 x	834	1.150	38%	1.107	-4%	2,5%	30/06/17	19,2%	23,0%	19,0%	2,1 x				Neutral	139,00
Amadeus	43,08	2,3%	3,1%	5,9%	18.902	28,8 x	25,5 x	24,7 x	632	740	17%	764	3%	1,9%	31/07/17	29,7%	33,1%	29,2%	0,5 x	8,5 x	8,6 x	7,3 x	Comprar	44,40
ArcelorMittal	7,12	-7,8%	8,6%	135,7%	21.828		-27,5 x		-7.946	-795	-110%	197	-75%	0,0%	12/05/17	0,0%	0,2%	4,1%	0,6 x			0,7 x	Vender	4,40
Banco Popular	1,01	0,0%	17,9%	-62,9%	4.251	76,3 x	-1,7 x	9,6 x	106	-2.531	-2490%	444	-82%	0,0%	18/01/17	2,0%	-19,8%	3,5%	n.s	0,5 x	0,3 x	0,3 x	Comprar	1,25
Banco Sabadell	1,38	1,0%	9,0%	-14,3%	7.773	15,0 x	9,2 x	7,9 x	708	846	19%	979	16%	3,5%	30/05/17	3,7%	7,4%	10,1%	n.s	0,7 x	0,6 x	0,6 x	Neutral	1,65
Banco Santander	4,96	1,4%	16,3%	8,9%	72.358	14,4 x	11,9 x	10,9 x	5.966	6.095	2%	6.624	9%	3,8%	30/01/17	6,9%	6,7%	7,0%	n.s	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Neutral	4,70
Bankia	0,99	3,0%	13,6%	-8,1%	11.368	12,6 x	13,2 x	14,5 x	1.040	868	-16%	783	-9%	2,7%	27/03/17	0,0%	7,3%	7,4%	n.s		0,9 x	0,9 x	Comprar	1,05
BBVA	6,48	1,8%	10,7%	-3,8%	42.571	20,3 x	11,4 x	9,7 x	2.642	3.732	41%	4.400	18%	5,6%	10/01/17	5,5%	7,0%	8,0%	n.s	1,0 x	0,9 x	0,8 x	Comprar	7,30
Bankinter	7,56	0,2%	7,4%	15,5%	6.795	14,3 x	15,5 x	15,1 x	376	438	17%	450	3%	3,1%	19/12/16	7,9%	11,8%	10,9%	n.s	1,2 x	1,7 x	1,6 x	Restringido	Restringido
CaixaBank	3,21	-0,4%	13,4%	0,0%	19.218	27,1 x	15,6 x	12,9 x	814	1.235	52%	1.488	20%	4,9%	02/03/17	2,4%	5,2%	6,4%	n.s	0,8 x	0,8 x	0,7 x	Neutral	2,90
Cellnex	13,69	1,0%	1,1%	-20,6%	3.171	69,5 x	51,7 x	37,1 x	47	61	30%	85	39%	1,3%	10/07/17	n.a.	12,3%	15,4%	1,7 x		6,8 x	5,7 x	En revisión	En revisión
DIA	4,58	2,0%	-0,4%	-15,8%	2.852	13,1 x	11,7 x	10,2 x	299	244	-18%	280	15%	4,8%	11/07/17	109,5%	60,8%	52,7%	3,6 x	17,8 x	10,2 x	5,5 x	Comprar	6,50
Enagas	24,79	2,7%	7,3%	-4,7%	5.918	15,0 x	14,3 x	14,2 x	413	415	0%	418	1%	5,6%	03/07/17	18,7%	17,5%	17,6%	1,8 x	2,3 x	2,4 x	2,3 x	Comprar	29,80
Endesa	20,25	1,5%	12,8%	9,3%	21.434	18,0 x	16,7 x	17,7 x	1.058	1.285	21%	1.213	-6%	6,0%	29/06/17	14,8%	15,0%	14,1%	0,6 x	1,4 x	2,2 x	2,3 x	Comprar	20,80
Ferrovial	17,34	3,2%	4,2%	-16,9%	12.702	35,5 x	27,2 x	23,7 x	403	467	16%	536	15%	4,3%	25/05/17	10,7%	8,0%	9,0%	0,7 x	1,8 x	2,2 x	2,1 x	Neutral	21,40
Gamesa	18,31	2,5%	-3,3%	15,7%	5.113	21,7 x	26,6 x	22,6 x	175	192	10%	226	18%	0,9%	29/06/17	7,9%	10,1%	11,0%	Caja Neta	1,4 x	3,1 x	2,8 x	Neutral	19,30
Gas Natural	17,59	3,9%	9,0%	-6,6%	17.602	12,5 x	13,0 x	11,4 x	1.502	1.359	-10%	1.539	13%	5,7%	28/06/17	10,7%	7,3%	8,3%	0,9 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x	Neutral	17,50
Grifols	18,24	5,0%	-1,2%	-14,4%	11.661	27,7 x	20,0 x	20,1 x	532	582	9%	580	0%	1,9%	02/06/17	18,3%	15,9%	14,5%	1,1 x	4,3 x	3,2 x	2,9 x	Neutral	23,40
IAG	5,42	4,7%	4,4%	-34,5%	11.484	11,2 x	7,7 x	7,8 x	1.495	1.492	0%	1.476	-1%	4,1%	29/06/17	21,5%	22,7%	19,5%	1,2 x		1,8 x	1,5 x	Comprar	6,50
Iberdrola	6,01	2,1%	6,7%	-8,2%	38.262	17,2 x	15,2 x	14,7 x	2.422	2.516	4%	2.596	3%	4,8%	03/07/17	6,9%	6,1%	6,3%	0,7 x	0,9 x	1,1 x	1,0 x	Comprar	6,90
Indra	10,32	2,7%	7,5%	19,0%	1.694		32,2 x	20,0 x	-641	53		85	61%	1,8%	03/07/17	11,2%	17,5%	26,0%	2,4 x	2,2 x	5,6 x	5,2 x	Comprar	12,89
Inditex	31,92	-1,0%	1,3%	1,2%	99.468	31,7 x	29,8 x	26,3 x	2.920	3.334	14%	3.785	14%	2,0%	02/05/17	26,2%	26,5%	27,7%	Caja Neta	7,3 x	8,4 x	7,0 x	Comprar	36,60
Mapfre	3,00	-3,0%	9,8%	29,9%	9.248	12,6 x	12,3 x	11,8 x	709	752	6%	786	5%	4,3%	21/06/17	9,4%	8,8%	9,4%	0,1 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	Vender	2,70
Mediaset	10,98	6,5%	14,0%	9,5%	3.697	23,2 x	21,2 x	19,2 x	166	174	5%	193	11%	4,6%	24/04/17	6,6%	16,4%	18,0%	Caja Neta	2,4 x	3,9 x	3,3 x	Comprar	11,00
Meliá	10,84	3,9%	0,3%	-11,0%	2.489	38,8 x	28,5 x	22,3 x	36	87	142%	112	28%	0,6%	02/08/17	-0,4%	6,1%	7,0%	0,6 x	1,3 x	1,7 x	1,6 x	Neutral	En revisión
Merlin Properties	10,18	3,6%	8,7%	-10,8%	4.780		16,3 x	14,4 x	49	293	497%	333	14%	4,2%	00/01/00	0,0%	10,0%	11,0%	1,3 x		1,1 x	0,9 x	Comprar	12,40
Red Eléctrica	17,54	2,4%	6,3%	-9,0%	9.488	17,2 x	14,8 x	14,2 x	607	640	5%	670	5%	19,4%	02/01/17	26,2%	23,3%	24,4%	1,8 x	3,1 x	3,5 x	3,0 x	Neutral	22,00
Repsol	13,46	2,6%	10,6%	33,0%	19.720		21,8 x	19,0 x	-1.227	905		1.037	15%	5,6%	19/06/17	0,7%	3,4%	3,7%	0,5 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	Vender	12,05
Telefónica	8,79	4,7%	10,0%	-14,2%	44.257	18,6 x	14,4 x	11,9 x	2.745	3.084	12%	3.730	21%	8,5%	16/05/17	12,2%	11,0%	13,0%	3,1 x	2,6 x	2,7 x	2,2 x	Vender	8,70
Técnicas Reunidas	37,30	0,4%	10,6%	7,0%	2.085	37,8 x	14,2 x	13,4 x	60	147	144%	156	6%	1,6%	12/01/17	24,7%	30,5%	27,8%	Caja Neta	4,7 x	4,3 x	3,8 x	Neutral	En revisión
Viscofan	47,82	3,6%	12,1%	-14,1%	2.229	18,6 x	17,6 x	16,9 x	120	127	6%	132	4%	3,1%	05/06/17	19,7%	19,7%	20,0%	0,0 x	3,4 x	3,1 x	2,8 x	Comprar	57,30
No Ibex																								
FCC	7,79	1,8%	-2,2%	14,3%	2.951		22,9 x	20,4 x	-46	129	180%	145	12%	0,0%	10/01/17	0,0%	7,5%	12,6%	11,4 x	133,3 x	3,9 x	2,5 x	Neutral	8,20
BME	29,27	0,7%	1,6%	-5,8%	2.447	17,4 x	14,4 x	14,0 x	173	170	-2%	175	3%	5,5%	23/12/16	39,0%	36,8%	36,0%	Caja Neta	5,2 x	5,6 x	5,7 x	Comprar	35,25
Antena 3	10,71	2,7%	13,6%	8,8%	2.418	18,5 x	17,4 x	15,0 x	99	139	40%	161	16%	4,7%	21/06/17	15,1%	27,5%	30,1%	0,3 x	4,6 x	4,5 x	4,5 x	Neutral	14,70
Cie Automotive	18,37	3,4%	5,9%	18,9%	2.369	13,7 x	14,8 x	12,9 x	129	160	24%	183	14%	1,6%	03/01/17	15,0%	23,4%	22,8%	1,2x	2,3x	3,7 x	3,2 x	Comprar	18,10
Ebro Foods	19,72	0,5%	2,9%	8,7%	3.036	20,2 x	18,2 x	17,0 x	151	167	11%	179	7%	3,3%	05/04/17	7,9%	8,3%	8,5%	0,2 x	1,4 x	1,5 x	1,4 x	Neutral	18,50
NH Hoteles	3,96	4,9%	5,5%	-21,5%	1.385	66,5 x	60,7 x	25,7 x	1	23	2331%	54	136%	0,0%		-1,8%	2,5%	5,0%	0,7 x	1,1 x	1,3 x	1,2 x	Comprar	En revisión
Prisa	5,36	-0,7%	-2,7%	2,7%	420		12,0 x	7,6 x	5	35	561%	55	58%	0,0%		ns	-11,4%	-17,7%	n.d.				Vender	1,7/3,5
Prosegur	5,96	-1,3%	6,8%	42,7%	3.678	15,8 x	18,3 x	16,6 x	183	201	10%	221	10%	2,2%	18/01/17	22,4%	25,1%	29,7%	0,8 x	3,7 x	5,3 x	4,7 x	Neutral	4,60
Tubacex	2,75	-5,3%	7,2%	57,1%	366		73,3 x	20,6 x	8	5	-41%	18	256%	0,9%		5,9%	1,4%	5,6%	1,1 x	1,2 x	1,3 x	1,2 x	En revisión	En revisión
Tubos Reunidos	0,93	-2,6%	12,0%	59,0%	162		-13,5 x	27,1 x	-15	-12	-179%	6	-50%	0,0%	20/06/17	-0,4%	-12,6%	-8,1%	0,8 x	1,1 x	0,8 x	0,8 x	Vender	0,88
Vocento	1,21	1,3%	7,6%	-18,6%	151		18,0 x	10,0 x	4	8	106%	15	79%			-3,9%	3,5%	5,1%	0,3 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	Neutral	En revisión
Lingotes Especials	14,36	1,8%	-1,0%	70,9%	144	9,9 x	14,5 x	13,3 x	7	10	46%	11	9%	2,9%		13,0%	26,2%	26,8%	Caja Neta	1,2 x	3,9 x		Comprar	17,50
Sacyr	2,32	4,3%	21,4%	27,7%	1.198		10,9 x	7,6 x	370	110	-70%	155	45%	2,1%	29/06/17	0,0%	6,7%	8,7%	2,1 x	1,0 x	0,7 x	0,6 x	Vender	1,80
OHL	3,05	7,8%	12,2%	-42,1%	912		3,4 x	2,8 x	56	268	382%	322	20%	1,7%	04/07/17	5,2%	5,2%	4,3%	0,9 x	1,1 x	0,3 x	0,3 x	Neutral	2,80
Faes	3,40	-0,4%	3,7%	23,0%	866	15,5 x	24,4 x	18,7 x	30	35	17%	46	31%	2,5%	06/06/17	12,1%	15,0%	18,6%	-0,1 x	2,1 x	3,2 x	2,4 x	Comprar	3,00

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada, Jesús Amador, Rafael Alonso, Belén San José, Joao Pisco
Eva del Barrio Arranz, Ana de Castro, Ramón Carrasco, Esther Gutiérrez de la Torre, Aránzazu Bueno, Ana Achau (Asesoramiento)
Todos los informes se encuentran en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=RBAP&subs=RBAP
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 de su ratón.

Fuentes: Compañías, Bloomberg y Dpto. de Análisis de Bankinter.
Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE.UU. 22h, Japón 7:30h.
(1) Sin ponderación. Teniendo en cuenta el 100% de las acciones de cada compañía.
(2) Dividendo esperado según la información de Bloomberg (puede no estar confirmado).
Compañías que publica resultados en los próximos 10 días
2015p: Último resultado anual publicado, del año 2015 para las empresas que han publicado ya sus cuentas de 2015 y de 2014 para el

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

bankinter. — 16 de diciembre de 2016 — cierres de 15-dic-16 — Ratios compañías EuroStoxx 50

	Cierre	% Var 5D	% Var 1M	% Var Ac.Año	Capitalización (1)	PER 2015r	PER 2016e	PER 2017e	BENEFICIO NETO ATRIBUIBLE 2015r	2016e	Var.%	2017e	Var.%	Rentab. Div'16e	Próximo Div. (2)	ROE Media 3A	ROE 2016e	ROE 2017e	DFFPP (Último)	P/VC Media5A	P/VC 2016e	P/VC 2017e	Recomendación
EuroStoxx 50	3.263	2,0%	7,8%	-0,1%	2.700.594	20,5 x	15,4 x	14,0 x	113.874	160.025	41%	181.545	14%	3,6%									
Adidas	144,65	0,3%	5,4%	60,9%	30.264	28,1 x	29,6 x	25,7 x	634	993	57%	1.137	24%	1,4%	12/05/17	11,5%	16,7%	17,6%	0,1 x	2,7 x	4,7 x	4,3 x	Comprar
Ahold Delhaize	19,68	3,7%	-4,7%	1,3%	25.209	19,9 x	17,1 x	15,0 x	852	1.460	71%	1.704	17%	2,7%	19/04/17	23,4%	12,7%	14,4%	0,1 x	2,2 x	1,6 x	1,9 x	Neutral
Air Liquide	105,40	1,3%	12,9%	4,4%	40.983	20,5 x	20,5 x	18,9 x	1.756	1.874	7%	2.096	12%	2,5%	22/05/17	15,2%	13,2%	13,1%	0,6 x	2,9 x	3,1 x	2,3 x	Comprar
Airbus	64,49	8,2%	17,6%	4,0%	49.832	17,3 x	20,4 x	18,0 x	2.696	2.406	-11%	2.772	15%	2,1%	02/05/17	27,1%	38,1%	36,8%		4,3 x	7,9 x	5,8 x	Comprar
Allianz	156,80	-0,3%	3,1%	-4,1%	71.658	11,6 x	10,7 x	10,3 x	6.616	6.638	0%	6.809	3%	4,7%	04/05/17	11,3%	10,3%	10,3%	0,1 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	Neutral
AB INBEV	98,75	0,9%	2,1%	-13,7%	199.400	21,5 x	28,8 x	21,0 x	8.273	6.036	-27%	9.639	60%	3,7%	28/04/17	22,6%	11,9%	16,2%	0,9 x	3,6 x	4,9 x	3,1 x	Neutral
ASML	102,25	5,2%	9,1%	23,9%	44.908	26,0 x	31,8 x	25,2 x	1.387	1.378	-1%	1.733	26%	1,0%	28/04/17	17,5%	16,1%	19,3%		4,5 x	5,2 x	4,5 x	Vender
AXA	24,12	0,7%	8,6%	-4,4%	59.084	13,3 x	10,3 x	10,0 x	5.617	5.776	3%	5.921	3%	4,8%	05/05/17	8,8%	8,7%	8,3%		0,8 x	0,9 x	0,8 x	Neutral
BBVA	6,57	2,4%	10,1%	-2,5%	43.143	12,2 x	11,9 x	10,7 x	2.642	3.732	41%	4.400	18%	4,6%	10/01/17	5,5%	7,0%	8,0%	2,7 x		0,9 x	0,8 x	Comprar
B. Santander	5,01	2,7%	15,8%	9,9%	73.014	8,7 x	12,0 x	11,3 x	5.966	6.095	2%	6.624	9%	4,0%	30/01/17	6,9%	6,7%	7,0%	2,8 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	Neutral
Basf	87,15	2,1%	7,5%	23,2%	80.045	12,8 x	18,4 x	17,2 x	3.987	4.439	11%	4.773	8%	3,4%	15/05/17	17,0%	14,1%	15,0%	0,4 x	2,4 x	2,8 x	2,5 x	Neutral
Bayer	97,79	3,4%	7,7%	-15,6%	80.867	26,6 x	13,1 x	12,2 x	4.110	6.146	50%	6.668	8%	2,8%	02/05/17	17,2%	23,3%	21,2%	0,7 x	3,6 x	3,5 x	2,8 x	Vender
BMW	90,16	1,6%	11,7%	-7,7%	58.324	10,5 x	8,8 x	9,0 x	6.369	6.737	6%	6.609	-2%	3,8%	12/05/17	16,0%	14,8%	13,6%	0,9 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x	Neutral
BNP Paribas	61,37	2,3%	13,3%	17,5%	76.515	9,5 x	10,2 x	10,4 x	5.694	7.451	11%	7.472	0%	4,4%	30/05/17	4,4%	8,2%	8,0%	2,2 x	0,7 x	0,9 x	0,8 x	Neutral
Cie de St Gobain	43,70	3,4%	7,0%	9,7%	24.261	63,0 x	17,6 x	15,5 x	1.295	1.380	7%	1.563	13%	2,9%	12/02/00	5,3%	6,9%	7,8%	0,2 x	1,1 x	1,3 x	1,2 x	Neutral
CRH	32,30	-0,2%	2,5%	21,0%	26.885	34,2 x	20,9 x	17,3 x	724	1.271	76%	1.546	22%	2,0%	01/02/00	3,1%	9,6%	10,7%	0,5 x	1,3 x	2,1 x	1,8 x	Neutral
Daimler	70,54	3,3%	8,9%	-9,1%	75.466	10,8 x	8,5 x	8,4 x	8.424	8.813	5%	9.071	3%	4,7%	30/03/17	16,8%	15,9%	15,5%		1,4 x	1,4 x	1,2 x	Comprar
Danone	61,33	0,0%	4,7%	-1,5%	40.226	40,9 x	20,1 x	18,2 x	1.282	1.880	47%	2.077	10%	2,7%	04/05/17	11,0%	14,4%	14,9%	0,6 x	2,7 x	3,2 x	2,6 x	Vender
Deutsche Bank	18,49	6,6%	22,7%	-17,9%	25.503		15,3 x	12,2 x	-6.794	1.708	-75%	2.220	30%	0,0%	19/05/17			2,2%	1,4 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x	Vender
Deutsche Post	31,14	3,2%	7,3%	20,0%	37.765	20,8 x	14,5 x	14,0 x	1.540	2.626	71%	2.692	3%	3,2%	02/05/17	19,6%	22,5%	21,0%	0,1 x	2,6 x	4,5 x	2,9 x	Neutral
Deutsche Telek	15,96	1,4%	10,8%	-4,4%	74.643	34,3 x	19,0 x	16,8 x	3.254	4.182	29%	4.493	7%	3,7%	01/06/17	9,2%	13,0%	14,4%	1,4 x	2,0 x	2,6 x	2,3 x	Neutral
E.ON	6,53	1,6%	4,0%	-17,0%	13.066		15,2 x	12,7 x	-6.999	828	-88%	1.046	26%	3,3%	11/05/17		14,9%	20,2%	0,2 x	0,9 x	29,4 x	2,8 x	Neutral
Enel	4,03	1,6%	10,3%	3,5%	40.951	51,9 x	12,7 x	11,7 x	2.196	3.197	46%	3.498	9%	4,4%	19/06/17	5,8%	8,9%	9,0%	0,8 x	0,9 x	1,2 x	1,1 x	Comprar
Engie	12,10	1,3%	4,9%	-25,9%	29.465	41,1 x	11,9 x	12,3 x	-4.617	2.444	-47%	2.454	0%	8,3%	04/05/17		5,7%	5,5%	0,5 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	Neutral
ENI	15,00	5,3%	20,8%	8,7%	54.513			24,3 x	-8.783	-213	-102%	2.306		5,3%	22/05/17			4,7%	0,4 x	1,0 x	1,1 x	1,1 x	Comprar
Essilor	105,25	1,5%	3,7%	-6,5%	22.962	38,5 x	28,0 x	24,8 x	757	813	7%	921	13%	1,1%	15/05/17	17,2%	13,4%	13,6%	0,3 x	4,1 x	3,8 x	3,2 x	Neutral
Fresenius	71,88	2,1%	7,0%	9,0%	39.316	28,4 x	24,5 x	21,1 x	1.358	1.607	18%	1.867	16%	0,9%	15/05/17	12,8%	13,8%	14,4%	0,7 x	2,4 x	3,3 x	3,0 x	Neutral
Iberdrola	5,98	2,7%	7,1%	-8,7%	38.082	17,2 x	14,7 x	13,9 x	2.422	2.592	7%	2.730	5%	4,7%	03/07/17	6,9%	7,2%	7,6%	0,7 x	0,9 x	1,1 x	1,0 x	Comprar
Inditex	32,08	-0,7%	3,3%	1,7%	99.967	35,2 x	31,3 x	27,4 x	2.875	3.200	11%	3.670	15%	2,1%	02/05/17	26,2%	26,5%	27,8%		7,3 x	8,4 x	7,1 x	Comprar
ING	13,70	0,6%	6,4%	10,0%	53.110	12,0 x	12,0 x	11,9 x	4.010	4.442	11%	4.486	1%	4,9%	25/04/17	5,0%	9,1%	9,4%	2,2 x	0,7 x	1,1 x	1,0 x	Vender
Intesa	2,43	3,2%	15,0%	-21,2%	40.637	18,8 x	14,9 x	11,2 x	2.739	2.774	1%	3.572	29%	7,4%	22/05/17		6,6%	7,8%	2,7 x	0,7 x	0,8 x	0,9 x	Vender
K. Philips	28,25	0,8%	5,2%	19,9%	26.794	37,2 x	17,7 x	15,8 x	646	1.475	129%	1.653	12%	2,9%	15/05/17	6,6%	11,1%	12,9%	0,3 x	1,8 x	2,2 x	2,0 x	Vender
L'Oreal	169,15	1,2%	7,5%	8,9%	94.968	29,5 x	26,3 x	24,5 x	3.297	3.624	10%	3.887	7%	1,9%	28/04/17	17,2%	14,7%	15,0%		3,3 x	4,3 x	3,6 x	Comprar
LVMH	179,70	2,0%	10,6%	24,0%	91.122	12,9 x	22,6 x	20,7 x	3.573	4.020	13%	4.381	9%	2,2%	18/04/17	17,4%	15,6%	15,6%	0,1 x	2,8 x	3,7 x	3,1 x	Neutral
Munich RE	177,45	1,3%	2,2%	-3,8%	28.579	10,0 x	10,7 x	11,5 x	3.107	2.661	-15%	2.380	-10%	4,8%	27/04/17	11,3%	8,5%	7,6%	0,0 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	Vender
Nokia	4,64	7,1%	20,7%	-28,2%	27.066	23,6 x	25,2 x	17,8 x	2.466	1.007	-59%	1.426	42%	3,9%	16/06/17	21,1%	0,3%	5,6%		2,2 x	1,4 x	1,6 x	Neutral
Orange	14,02	3,9%	3,5%	-9,5%	37.294	42,0 x	13,7 x	13,1 x	2.652	2.823	6%	2.850	1%	4,3%	20/06/17	6,6%	8,9%	9,0%	0,8 x	1,1 x	1,2 x	1,1 x	Neutral
Safran	68,92	3,6%	11,4%	8,8%	28.742		17,9 x	17,4 x	-424	1.621	282%	1.650	2%	2,3%	19/06/17	4,4%	25,3%	22,3%	0,2 x	3,1 x	4,1 x	3,7 x	Neutral
Sanofi	74,20	-2,8%	-4,4%	-5,6%	95.676	22,6 x	13,2 x	13,4 x	4.287	4.419	3%	6.981	58%	4,0%	09/05/17	7,3%	8,0%	12,0%	0,1 x	1,7 x	1,8 x	1,6 x	Comprar
SAP	81,39	1,9%	6,0%	10,9%	99.988	28,3 x	21,5 x	19,0 x	3.064	4.405	44%	4.989	13%	1,5%	11/05/17	18,3%	17,6%	16,0%	0,2 x	4,2 x	4,2 x	3,5 x	Comprar
Schneider Electric	65,65	0,9%	6,0%	24,9%	38.882	17,7 x	17,9 x	16,6 x	1.407	2.056	46%	2.237	9%	3,1%	04/05/17	9,5%	9,6%	10,3%	0,2 x	1,7 x	2,0 x	1,7 x	Comprar
Siemens	116,65	1,7%	8,1%	29,8%	99.153	14,1 x	15,5 x	14,4 x	5.450	6.003	10%	6.507	8%	3,2%	01/02/18	18,8%	16,8%	17,3%	0,5 x	2,3 x	2,8 x	2,4 x	Neutral
Soc. Generale	47,35	2,1%	18,4%	11,2%	38.242	9,2 x	10,9 x	10,8 x	4.001	3.457	-14%	3.494	1%	4,7%	24/05/17	4,6%	6,8%	6,5%	5,7 x	0,5 x	0,6 x	0,7 x	Neutral
Telefonica	8,68	4,6%	8,2%	-15,2%	43.718	17,0 x	13,6 x	11,9 x	2.745	3.172	16%	3.668	15%	6,8%	16/05/17	16,8%	17,1%	18,6%	1,9 x	2,6 x	2,7 x	2,1 x	Vender
Total	48,14	3,7%	11,0%	16,6%	121.761		15,1 x	12,2 x	4.586	7.688	68%	9.712	26%	5,3%	05/06/17	7,3%	8,5%	10,3%	0,2 x	1,3 x	1,3 x	1,2 x	Comprar
Unibail-Rodamco	217,45	0,5%	5,6%	-7,2%	21.603	11,3 x	19,5 x	18,6 x	2.334	1.118	-52%	1.160	4%	4,7%	22/03/17	12,3%	6,6%	6,3%	0,8 x	1,3 x	1,3 x	1,1 x	Vender
Unilever	38,59	2,1%	5,4%	-3,8%	114.818	23,7 x	20,8 x	19,2 x	4.909	5.208	6%	5.685	9%	3,3%	09/02/17	34,4%	33,2%	32,4%	0,7 x	6,1 x	7,6 x	6,1 x	Comprar
Vinci	64,57	3,5%	6,0%	9,2%	38.566	16,6 x	15,6 x	14,4 x	2.046	2.305	13%	2.501	8%	3,1%	25/04/17	15,1%	14,7%	14,8%	0,9 x	1,8 x	2,6 x	2,1 x	Vender
Vivendi	18,24	-3,4%	-5,0%	-8,2%	23.461		33,7 x	27,6 x	1.932	724	-63%	812	12%	6,1%	25/04/17	14,5%	3,3%	4,3%		1,3 x	1,2 x	1,3 x	Neutral
Volkswagen	131,25	2,5%	11,2%	-1,9%	68.215	10,9 x	7,4 x	6,1 x	-1.370	9.138		10.621	16%	1,9%	11/05/17	7,1%	10,1%	10,4%	-0,8 x	0,9 x	0,7 x	0,7 x	Vender
No Eurostoxx																							
A. Generali	14,54	3,7%	25,3%	-14,1%	22.681	13,8 x	10,2 x	9,7 x	2.030	2.206	9%	2.346	6%	5,4%	00/01/00	8,8%	8,9%	9,0%	0,3 x	1,2 x	0,9 x	0,9 x	Vender
Arcelor Mittal	7,48	-2,6%	11,9%	147,5%	22.928		16,2 x	14,7 x	-7.946	1.299	-84%	1.710	32%	0,0%	12/05/17	-10,4%	4,4%	4,2%	0,5 x	0,5 x	0,8 x	0,8 x	Vender
Carrefour	22,81	-2,0%	2,2%	-14,4%	17.246	#N/A	14,3 x	12,6 x	980	1.160	18%	1.343	16%	3,2%	22/05/17	13,9%	11,4%	12,1%	0,4 x	2,1 x	1,8 x	1,5 x	Neutral
RWE	11,31	1,0%	-7,6%	-3,6%	6.843	7,6 x	10,8 x	10,4 x	-72	637		672	6%	2,5%	28/04/17	-2,6%	8,7%	11,2%	1,0 x	1,6 x	1,7 x	1,0 x	Neutral
Royal Dutch Shell	25,81	3,4%	11,8%	22,4%	215.930	92,5 x	26,1 x	14,7 x	1.939	7.883	307%	14.975	90%	6,9%	16/02/17	6,3%	4,4%	8,4%	0,2 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x	Neutral
Renault	85,07	4,5%	15,3%	-8,2%	25.157	10,2 x	7,2 x	6,4 x	2.823	3.382	20%	3.883	15%	3,4%	10/05/17	7,1%	11,4%	12,0%	-0,1 x	0,7 x	0,8 x	0,7 x	Vender
Swatch	285,71	-3,3%	3,6%	-11,7%	15.878		24,4 x	20,5 x	1.089	690	-37%	791	15%	2,2%	26/05/17	15,0%	5,9%	6,9%	-0,1 x	2,5 x	1,6 x	1,4 x	Comprar
Nestlé	67,05	1,1%	3,8%	-3,7%	208.683		21,1 x	19,9 x	9.066	10.348	14%	11.126	8%	3,2%	13/04/17	17,2%	16,1%	16,8%	0,2 x	3,3 x	4,0 x	3,2 x	Comprar
H&M	256,80	-6,9%	-1,3%	-15,0%	425.022	23,9 x	23,1 x	20,1 x	20.898	18.348	-12%	21.194	16%	3,8%	02/05/17	39,3%	31,1%	34,0%		9,2 x	7,8 x	6,5 x	Neutral
Continental	183,35	0,3%	8,5%	-18,3%	36.671	16,9 x	12,9 x	11,3 x	2.727	2.817	3%	3.233	15%	2,3%	02/05/17	23,4%	20,3%	19,9%	0,2 x	2,8 x	2,8 x	2,2 x	Neutral
Linde	161,35	0,2%	7,3%	20,5%	29.968	21,7 x	23,0 x	21,2 x	1.149	1.273	11%	1.389	9%	2,2%	11/05/17	9,0%	8,7%	9,2%	0,5 x	1,9 x	2,2 x	1,9 x	Comprar
EDF	9,76	-9,3%	-2,1%	-28,1%	20.575	9,3 x	6,6 x	10,3 x	1.187	3.174	167%	2.399	-24%	9,5%	05/06/17	7,5%	9,2%	6,8%	0,5 x	1,1 x	0,6 x	0,6 x	Neutral
Telecom Italia	0,81	5,6%	14,7%	-31,4%	16.203		12,2 x	12,2 x	-72	1.350		1.312	-3%	0,2%	19/06/17	1,2%	7,2%	6,1%	1,4 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x	Vender
Unicredit	2,80	11,8%	33,0%	-45,6%	17.288	15,6 x		7,6 x	1.694	-564	-133%	2.561	554%	2,4%	23/04/18	-5,9%	-2,8%	5,2%	3,3 x	0,5 x	0,3 x	0,4 x	Neutral
ABN AMRO	21,53	-0,6%	3,0%	4,1%	20.234		10,4 x	10,6 x	1.919	1.920	0%	1.877	-2%	3,9%	19/05/17	9,5%	10,9%	10,5%	4,0 x		1,2 x	1,1 x	Comprar

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):
Ramón Forcada, Jesús Amador, Rafael Alonso, Belén San José, Joao Pizo
Eva del Barrio, Ana de Castro, Ramón Carrasco, Esther Gutiérrez de la Torre, Aránzazu Bueno, Ana Achau (Asesoramiento)
Todos los informes se encuentran en: [illegible]
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
[illegible]
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción 'open weblink in Browser' con el botón derecho de su ratón.

Fuentes: Compañías, Bloomberg y Dpto. de Análisis de Bankinter.
Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE.UU. 22h, Japón 7:30h.
(1) Sin ponderación. Teniendo en cuenta el 100% de las acciones de cada compañía.
(2) Dividendo esperado según la información de Bloomberg (puede no estar confirmado).
Compañía que publica resultados en los próximos 10 días

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

ANEXO III: Preselección de Fondos.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

Actualizado 16-dic.-16

- TOP SELECCIÓN FONDOS: LISTA de CONVICCIÓN de ANÁLISIS-

Este documento recoge aquellos fondos de inversión que, en nuestra opinión y para cada clase de activo, ofrecen la mejor combinación de las siguientes variables: (i) Calidad y fiabilidad de la gestión, (ii) Patrimonio gestionado, (iii) Riesgo asumido, (iv) Retorno esperado (considerando las restricciones anteriores y la clase de activo en que cada fondo se enmarca). Análisis Bankinter elabora esta selección en función de criterios tanto cuantitativos (performance, consistencia de los ratios, patrimonio, etc.) como cualitativos (reputación de la gestora, recursos técnicos o humanos, calidad en la información, etc.), por lo que debe considerarse como una opinión y no como una recomendación, ni una invitación a suscribir o contratar. El resultado es la "Lista de Convicción de Análisis Bankinter" en base a los parámetros anteriormente mencionados y a aquellos otros que aparecen incluidos en las tablas de

DOMÉSTICO

	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	Rent. Mes % € (1)	Rent. Mes % no €	Rent. 2016 % € (1)	Rent. 2016 % no €	Rent. 3A.%	CMF (2)	CAL. MSTAR	Vol. 1A%	Vol. 3A%	Sharpe 3A	Patrim. M€	ISIN
		NAME	CRNCY		CHG_PCT_MTD		CHG_PCT_YTD	LAST_CLOSE_ANN_TR_3YR			VOLATILITY_260D	VOLATILITY_162W		FUND_TOTAL_ASSETS	ID_ISIN
RENTA FIJA (3)	MONETARIOS	BANKINTER DINERO 1	EUR	-0,02	-0,02	-0,42	-0,42	-0,04	no		0,03	0,08	0,62	147	ES0113921037
		JPM LIQ-EURO LIQUIDITY-D	EUR	-0,02	-0,02	-0,35	-0,35	-0,15	no		0,01	0,02	-3,22	15.028	LU0161688154
		PARVEST MONEY MARKET EURO "C"	EUR	0,00	0,00	-0,09	-0,09	0,03	no		0,01	0,02	2,69	1.116	LU0083138064
	CORTO PLAZO (duración: máx. 3 años)	BANKINTER AHORRO ACTIVOS EURO	EUR	0,00	0,00	-0,25	-0,25	0,26	SI		0,02	0,08	3,16	772	ES0114821038
		BANKINTER RENTA FIJA CORTO PLAZO FI	EUR	0,09	0,09	0,11	0,11	1,39	no	★★★★	0,40	0,72	2,19	938	ES0110053032
		BGF-EUR SHORT DUR BOND-€E2	EUR	0,14	0,14	0,00	0,00	0,74	no	★★★	0,76	0,81	1,05	9.127	LU0093504115
		CARMIGNAC SECURITE-A€ACC	EUR	0,10	0,10	2,20	2,20	1,71	SI	★★★★	0,78	1,39	1,59	11.876	FR0010149120
		FIDELITY FDS-EU SHRT BD-E AC	EUR	0,42	0,42	1,19	1,19	1,53	no	★★★★	1,27	1,31	1,20	1.283	LU0346393613
	LARGO PLAZO (duración: mín. 18m.)	PARVEST BD EUR GOV-CLASSIC C	EUR	0,33	0,33	2,15	2,15	4,96	no		3,81	4,02		1.888	LU0111548326
		NATIXIS SOUVERAINS EURO "RC" ACC	EUR	0,42	0,42	1,83	1,83	5,43	no	★★★★	4,13	4,19	1,34	1.303	FR0000003196
		BANKINTER RENTA FIJA LARGO PLAZO FI	EUR	0,40	0,40	0,70	0,70	3,31	no	★★★★	1,28	2,04	1,66	302	ES0114837034
	FLEXIBLE	BNY MELLON EUROLAND BOND-€A	EUR	0,64	0,64	2,05	2,05	3,74	no	★★★	3,15	3,40	1,07	1.390	IE0032722260
		BANKINTER GESTION ABIERTA	EUR	0,18	0,18	0,37	0,37	2,57	SI	★★★	1,28	1,96	1,58	389	ES0114867031
		PIONEER FUNDS-EURO AG BO-A€A	EUR	0,00	0,00	1,29	1,29	3,52	no	★★★	3,21	3,09	1,21	4.060	LU0313644931
	CORPORATIVOS	ALLIANZ EUR INV GRADE BD STR "A" (EUR) D	EUR	-0,91	-0,91	2,27	2,27		no		2,67			587	LU0706716890
		ROBECO EURO CRDT BND-D€	EUR	0,23	0,23	3,99	3,99	3,48	no	★★★	2,77	2,42	1,33	793	LU0213453771
	CONVERTIBLES	PARVEST CONV BD EUR-CLASSICC	EUR	2,16	2,16	-2,32	-2,32	3,03	no		6,74	7,31		1.033	LU0086913042
	HIGH YIELD	AXA EUROPE SHORT D HIGH YIELD	EUR	0,59	0,59	4,22	4,22	2,55	no	★★	1,65	1,71	1,26	3.429	LU0658026512
		FIDELITY FNDS-EUR HI YLD-E	EUR	1,05	1,05	7,35	7,35	3,48	no	★★★★	3,88	4,01	0,84	3.815	LU0238209786
RENTA VARIABLE	ESPAÑA - INDEXADOS	BANKINTER FUTURO IBEX	EUR	6,34	6,34	-1,30	-1,30	2,93	no	★★★	26,95	21,27	0,11	158	ES0114794037
	ESPAÑA - GEST. ACTIV	BANKINTER BOLSA ESPAÑA FI	EUR	5,35	5,35	-1,54	-1,54	4,46	no	★★★★	24,35	19,49	0,19	235	ES0125621039
	EUROPA - INDEXADOS	BANKINTER INDICE EUROPEO 50	EUR	5,42	5,42	0,27	0,27	5,43	no	★★★	23,08	19,34	0,22	110	ES0114754031
	EUROZONA	BGF-EURO MARKETS FUND-€E2	EUR	4,62	4,62	-2,78	-2,78	6,01	no	★★★★★	19,82	18,02	0,37	2.944	LU0093503141
		HENDERSON EUROLAND A2 ACC	EUR	4,21	4,21	2,74	2,74	9,79	SI	★★★★★	21,10	17,30	0,62	1.378	LU0011889846
		SCHRODER INTL MIDD EAST-B$-A	EUR	4,17	4,17	-1,18	-1,18	7,43	no	★★★★	19,47	16,39	0,48	3.094	LU0106235376
	EUROPA sin Reino	GAM STAR CONTINENTAL EUROPEAN EQUITY "U" (EUR) ACC	EUR	3,23	3,23	-2,70	-2,70	9,78	SI	★★★★★	20,42	16,39	0,65	1.099	IE0033640594
	EUROPA con Reino Unido	BANKINTER DIVIDENDO EUROPA	EUR	6,13	6,13	5,36	5,36	10,92	SI	★★★	20,88	15,95	0,61	419	ES0114802038
		ALLIANZ EURP EQY GRWTH-CT	EUR	1,05	1,05	-5,78	-5,78	8,82	no	★★★	18,70	14,96	0,55	6.380	LU0256839860
		JPM EUROPE EQUITY PLUS € D	EUR	3,69	3,69	-2,84	-2,84	8,48	no	★★★★	20,51	16,59	0,49	3.752	LU0289214628
	PAISES NÓRDICOS	FIDELITY NORDIC "A" (EUR) ACC	EUR	6,12	6,12	22,56	22,56	12,01	SI	★★	20,54	17,54	0,95	3.564	LU0922334643
	EUROPA DEL ESTE	SCHRODER INTL EURPN L/C-BAC	EUR	8,00	8,00	32,49	32,49	2,72	no	★★★★★	21,70	23,98	-0,03	527	LU0106819104
	ALEMANIA	DWS DEUTSCHLAND	EUR	5,41	5,41	5,33	5,33	10,36	SI	★★★★★	26,50	21,17	0,53	5.927	DE0008490962
		FIDELITY GERMANY A EUR ACC	EUR	5,21	5,21	-5,68	-5,68	6,50	no	★★★★	20,09	17,83	0,48	910	LU0261948227
	ITALIA	AXA FRAMLINGTON ITALY A EUR	EUR	10,38	10,38	-13,95	-13,95	4,08	no	★★★	29,71	21,02	0,10	361	LU0087656659
	REINO UNIDO	HENDERSON UK EQUITIES INCOME GROWTH A EUR	EUR	0,54	0,54	6,51	6,51		no		15,19	11,60		471	GB00BF8HV936
	SMALL CAPS	BANKINTER PEQ COMPANIAS FI	EUR	2,48	2,48	-4,31	-4,31	5,96	no	★★★	19,47	16,67	0,74	41	ES0114764030
		AXA WF FRAMLINGTON EUROPE SMALL CAP "E" ACC	EUR	2,97	2,97	-5,70	-5,70	11,55	no	★★★★★	19,04	14,89	-0,55	623	LU0189846958
		MANDARINE UNIQUE S&M CAPS EU R (EUR)	EUR	0,23	0,23	-7,60	-7,60	9,69	no	★★★★★	18,27	14,71	-0,38	830	LU0489687243
	SECTORIALES	BANKINTER SECTOR FINANZAS	EUR	4,92	4,92	-1,07	-1,07	3,51	SI	★★	25,53	19,58	-0,55	11	ES0114805031
		BANKINTER SECTOR TELECOM	EUR	4,55	4,55	-8,79	-8,79	1,85	no	★	22,58	19,89	-0,38	15	ES0114797030
OTROS	MIXTOS	BANKINTER MIXTO RENTA FIJA	EUR	1,49	1,49	-0,39	-0,39	3,27	no	★★★★	5,14	5,38	0,66	326	ES0114793039
		BANKINTER MIXTO FLEXIBLE	EUR	4,03	4,03	-0,99	-0,99	4,21	no	★★★	15,21	12,93	0,27	133	ES0114877030
	DIVIDENDO	ABERDEEN GLOBAL EUROPEAN EQUITY DIV "A1" (EUR) DISTI	EUR	3,25	3,25	-0,80	-0,80	4,17	no	★	21,08	16,23	0,14	69	LU0505661883
		ABERDEEN GLOBAL EUROPEAN EQUITY DIV "A2" (EUR) ACC	EUR	3,25	3,25	1,09	1,09	4,18	no	★	21,08	16,03	0,14	69	LU0505661966
		PIONEER EUROPEAN EQUITY TARGET INCOME "A" INC	EUR	5,04	5,04	-9,65	-9,65	4,80	no	★★	19,47	16,25	0,28	2.680	LU0701926320
		PIONEER EUROPEAN EQUITY TARGET INCOME "A" (EUR) ACC	EUR	5,05	5,05	-2,21	-2,21		no	★★	18,86		0,28	2.680	LU0966045303
	RETORNO ABSOLUTO	BNY MELLON ABSOLUTE RETURN EQUITY "R" (EURHDG) ACC	EUR	-0,98	-0,98	-1,67	-1,67	0,43	SI		2,36	2,22	0,39	2.281	IE00B3T5WH77
		DNCA INVEST MIURI "B" (EUR) ACC	EUR	0,03	0,03	0,10	0,10	2,90	SI		3,33	3,19	-0,52	2.537	LU0641745681
		JULIUS BAER MULTISTOCK ABSOLUTE RETURN EUROPE EQ	EUR	-0,99	-0,99	-5,23	-5,23	-0,01	no		2,62	2,81	-0,86	1.634	LU0529497694

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

GLOBAL

	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	Rent. Mes % € (1)	Rent. Mes % no €	Rent. 2016 % € (1)	Rent. 2016 % no €	Rent. 3A.%	CMF (2)	CAL. MSTAR	Vol. 1A%	Vol. 3A%	Sharpe 3A	Patrim. M€	ISIN
RENTA FIJA	MONETARIOS	JPM LIQ-USD LIQUIDITY-A	USD	-0,51	0,01	2,13	0,15	0,06	no		0,01	0,01	-2,89	71.335	LU0011815304
		BNP INSTICASH FUND GBP-CL T1	GBP	1,33	0,01	-11,66	0,27	0,27	no		0,01	0,01	-13,26	1.949	LU0547771328
		UBS LUX MONEY MARKET-CHF-P	CHF	0,17	-0,04	0,02	-0,88	-0,53	no		0,06	0,09	-0,60	830	LU0033502740
		NORDEA I SIC-NOR KR-BP-NOK	NOK	0,23	0,05	8,78	1,93	1,50	no	★	0,22	0,27	0,47	6.723	LU0078812822
		NORDEA I SIC-SWED KRN-BP-SEK	SEK	0,00	-0,01	-5,56	0,45	0,32	no		0,16	0,21	1,16	1.424	LU0064321663
		ABERDEEN LIQ LX-CANA DOL-A-2	CAD	2,17	0,01	8,13	0,11	0,31	no		0,01	0,03	-6,18	88	LU0049016909
	LARGO PLAZO EEUU	AMUNDI BOND US OPPORTU PLUS SU USD	USD	-1,17	-0,65	3,84	1,82	1,90	no	★★★★	2,89	2,83	1,04	321	LU0568617772
		SCHRODER ISF-USD BOND-BAC	USD	1,00	-0,78	5,67	1,26	1,40	no	★★★★	3,13	2,74	0,86	887	LU0106260721
	GLOBALES	CANDRIAM BONDS CREDIT OPPORTUNITIES "C" (EUR) ACC	EUR	1,07	1,07	3,47	3,47	3,09	no	★★★★	2,39	2,19	0,86	2.042	LU0151324422
		TEMPLETON GLOBAL BOND-N ACC	USD	5,55	3,69	8,69	4,16	-0,62	no	★★★★	11,48	8,97	-0,27	18.279	LU0122614208
		LM-BWGFI-AAAH€	EUR	1,12	1,12	3,50	3,50	3,49	no	★★★★	6,96	6,01	0,75	972	IE00B23Z8X43
	FLEXIBLE	ROBECO GLOBAL TOTAL RETURN BOND "DH" (EUR) ACC	EUR	-0,45	-0,45	0,17	0,17	2,11	SI	★★★	3,00	2,56	1,05	2.111	LU0934195610
	INFLACIÓN	AXA WORLD FD-GL INFLAT AA-€	EUR	-1,27	-1,27	5,61	5,61	4,37	no	★★★★	5,82	5,48	0,93	3.745	LU0266009793
	CORPORATIVOS	JPM GLOBAL CORP BOND-D ACC€H	EUR	-0,08	-0,08	2,28	2,28	2,60	no	★★	3,38	3,12	0,97	5.156	LU0408846961
		SCHRODER INTL GL CORP BD-BAC	USD	1,65	-0,14	9,25	4,70	2,67	no	★★	3,24	2,95	0,95	2.191	LU0106258667
	EMERGENTES	PICTET-EMERG LOCAL CCY-R$	USD	1,88	2,42	9,88	7,74	-5,64	no	★★★	12,16	10,20	-0,48	4.827	LU0255798364
		ABERDEEN GL-SL EM MK BD-A2	USD	2,97	1,17	16,10	11,26	2,87	no	★★★	6,80	6,63	0,49	1.442	LU0132414144
		JB BF LOCAL EMERGING BOND E EURH	EUR	2,34	2,34	7,87	7,87	-5,18	no		11,52	10,08	-0,71	4.801	LU0256065821
	HIGH YIELD	GOLDMAN SACHS GL HY € HD-E€A	EUR	1,91	1,91	11,06	11,06	1,61	no	★★	7,18	6,32	0,31	5.534	LU0304100257
		GS GBL HIGH YIELD PORT OCS EURH DURH	EUR	2,74	2,74	11,42	11,42	0,40	no	★	8,47	7,61	0,01	5.534	LU0630478724
RENTA VARIABLE	EE.UU., INDEXADOS	BANKINTER INDICE AMERICA	EUR	2,75	2,75	11,50	11,50	10,26	no	★★	13,77	12,72	0,06	97	ES0114763032
		PICTET-USA INDEX-R$	USD	2,24	2,78	13,37	11,17	9,11	no	★★★★	14,20	12,71	0,70	3.423	LU0130733172
	EE.UU.	ROBECO US PREMIUM EQ-D	USD	1,53	2,06	16,24	13,52	9,58	SI	★★★★	16,21	13,92	0,55	5.175	LU0226953718
		FRANKLIN U.S. OPPORTUNITIES "A" (USD)	USD	3,42	1,61	3,06	-1,23	4,81	no	★★★	17,17	15,18	0,42	3.108	LU0109391861
		FIDELITY FUNDS-AMERICA FD-E	EUR	4,03	4,03	14,89	14,89	20,65	SI	★★★★	17,04	16,16	0,68	9.255	LU0115759606
		JPMORGAN F-AMERICA EQ-A-A$	USD	3,59	1,77	14,40	9,63	8,08	no	★★★	16,93	13,27	0,53	1.287	LU0210528500
		MSS US ADVANTAGE "A" ACC	USD	2,40	0,61	8,76	4,23	9,01	no	★★★★	14,05	12,57	0,74	4.422	LU0225737302
		PIONEER US FNDMNTL GRWTH "A" (USD) ACC	USD	4,24	2,41	7,77	3,28	8,43	no	★★★★	12,43	12,19	0,74	2.372	LU0347184235
		ROBECO US SELECT OPPORTUNITIES EQUITIES "D" (USD) ACC	USD	1,15	1,69	16,19	13,47	10,60	no	★★★★★	16,46	13,43	0,65	2.008	LU0674140396
	EE.UU., SMALL CAP	THREADNEEDLE AMER SM-$-1-ACC	USD	3,73	1,91	17,41	12,52	8,50	no	★★★★	16,93	14,24	0,46	802	GB0002769643
		LM-ROYCE SMALLER CO FD-EA$	USD	6,07	4,21	29,20	23,81	3,48	no	★	17,99	15,84	-0,07	218	IE00B56HKL06
	JAPON	BANKINTER INDICE JAPON	EUR	3,68	3,68	-0,37	-0,37	7,50	no	★	27,39	21,16	0,05	15	ES0114104039
		BGF-JAPAN S/M CAP OPPOR-$E2	USD	0,85	-0,92	8,13	3,62	2,94	no		18,45	16,01		71.785	LU0090841692
	ASIA	FRANK TEMP INV ASIA GR-A ACC	USD	4,22	2,39	24,08	18,91	-1,74	no	★★	16,52	16,74	-0,30	4.664	LU0128522157
		BNY MELLON GL-ASIAN EQ PO-A	EUR	0,26	0,26	7,02	7,02	6,45	no	★★	16,56	16,21	-0,22	76	IE0003782467
		FIDELITY PACIFIC "A" (EUR)	EUR	0,10	0,10	8,88	8,88	13,28	no	★★★★★	16,30	18,15	0,40	2.148	LU0368678339
		FIDELITY FNDS-GREAT CHINA-A$	USD	-1,88	-3,60	9,97	5,38	3,70	no		17,55	17,41		459	LU0048580855
	INDIA	GS INDIA EQUITY PORTFOLIO BS	USD	0,71	-1,06	1,46	-3,17	15,13	no	★★★★	17,54	18,85	1,06	1.700	LU0333810181
		JPM INDIA "D" ACC	USD	0,66	-1,11	-2,73	-6,79	6,16	SI	★★	18,17	18,70	0,60	981	LU0117881739
		FRANKLIN INDIA N (EUR)	EUR	1,16	1,16	6,78	6,78	22,44	no	★★★★	18,82	20,97	0,91	3.282	LU0231205856
	LATAM	ABERDEEN GL-LATIN AM EQ-S2	USD	0,65	-1,12	34,30	28,70	-9,04	no	★★★	27,00	25,15	-0,25	462	LU0476875785
		FIDELITY FNDS-LATIN AMER-A$	USD	-2,49	-4,20	21,34	16,28	-9,72	no	★★★★	26,79	23,01	-0,27	730	LU0050427557
		SCHRODER INTL LATIN AMER-BAC	USD	0,37	-1,39	21,91	16,83	-11,71	no	★★	24,93	25,01	-0,36	212	LU0106259129
		BGF-LATIN AMERICAN-$E2	USD	-3,15	-4,65	23,86	18,69	-9,16	no	★★	29,16	24,16	-0,21	1.327	LU0147409709
	BRASIL	BNY MELLON GL-BRAZIL EQ-A€	EUR	-6,30	-6,30	52,21	52,21	1,82	no	★★★★	38,19	30,58	-0,04	85	IE00B2357K36
	MÉXICO	HSBC MEXICO EQUITY A USD	USD	2,19	0,39	-8,73	-12,90	-9,50	no		27,55	21,88	-0,27	117	LU0877824093
	RUSIA	DWS RUSSIA	EUR	12,03	12,03	60,89	60,89	6,78	no	★★★	28,05	30,24	-0,19	216	LU0146864797
	COREA DEL SUR	FIDELITY KOREA "Y"	USD	3,33	1,52	1,40	-2,83	-3,02	no	★★★	18,43	18,38	-0,09	123	LU0346391591
	AUSTRALIA	PARVEST EQUIT-AUS-N	AUD	2,63	1,22	4,22	-1,13	0,37	no		14,09	13,66		56	LU0111482989
	CANADA	UBS LUX EQTY-CANADA-P	CAD	1,45	-0,03	17,08	9,13	5,16	no	★★	14,87	13,84	-0,20	91	LU0043389872
	SINGAPUR	UBS LUX EQTY-SINGAPORE-US$P	USD	2,08	0,28	10,02	5,44	-1,76	no	★★★★	14,17	13,16	-0,04	66	LU0067411776
	EMEA	FIDELITY FUNDS-EMEA-E ACC€	EUR	5,83	5,83	11,74	11,74	3,21	no	★★★	23,55	22,59	-0,40	531	LU0303816887
	GLOBAL	AMUNDI INTERNATION SI-FHE-C	EUR	0,36	0,36	6,12	6,12	1,88	no	★★	9,47	8,74	0,17	7.990	LU0433182689
		BRANDES GLOBAL EQUITIES "A" (EUR) ACC	EUR	4,94	4,94	10,73	10,73	11,41	no	★★★	19,61	17,53	0,00	275	IE0031573904
	EMERGENTES GLOBAL	ROBECO EMERGING STARS-D	EUR	0,81	0,81	15,68	15,68	7,54	no	★★★★	18,47	20,13	-0,08	664	LU0254836850

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados

GLOBAL

	CATEGORÍA	NOMBRE	DIVISA	Rent. Mes % € (1)	Rent. Mes % no €	Rent. 2016 % € (1)	Rent. 2016 % no €	Rent. 3A.%	CMF (2)	CAL. MSTAR	Vol. 1A%	Vol. 3A%	Sharpe 3A	Patrim. M€	ISIN
RENTA VARIABLE	DIVIDENDO	DWS TOP DIVIDEND NC EUR	EUR	2,36	2,36	6,83	6,83	12,61	no	★★★★	11,77	12,73	0,29	4.734	LU0507266
		DWS TOP DIVIDENDE EUR	EUR	1,68	1,68	4,60	4,60	13,76	no	★★★★	11,94	12,43	0,40	18.377	DE0009848
	FINANZAS	FIDELITY GLOBAL FINANTIAL SERVISES E EUR	EUR	5,83	5,83	10,26	10,26	14,85	no	★★★★	19,47	17,19	0,16	932	LU0114722
	TECNOLOGÍA	FONDO BANKINT EE.UU NSQ 100	EUR	2,47	2,47	7,14	7,14	13,43	no	★★★	17,05	15,76	0,34	20	ES0114105
		FIDELITY GLOBAL TECHNOLOGY "E" ACC	EUR	4,68	4,68	22,13	22,13	27,18	no	★★★★	19,75	18,61	0,90	1.247	LU0115773
	SALUD	CANDRIAM EQUITY L BIOTECHNOLOGY "C" USD ACC	USD	-2,02	-1,50	-16,81	-18,42	7,99	no	★★★★	30,53	27,23	0,37	558	LU0108459
		FRANKLIN BIOTECHNOLOGY DISCOVERY "A" ACC	USD	0,22	-1,54	-12,78	-16,42	7,37	no	★★★★	30,97	27,47	0,39	2.129	LU0109394
		JPM FUNDS-GLO HEALTHCARE-A$D	USD	-0,04	-1,79	-13,44	-17,05	3,05	no	★★★★	18,94	15,97	0,28	2.905	LU0432979
	CONSUMO	ROBECO-ROB GL CON TR EQ-D$	USD	0,86	1,40	-0,61	-2,94	1,41	no	★★★★	15,01	12,88	0,18	1.334	LU0554840
		MORGAN GLOBAL BRANDS BH €	EUR	0,85	0,85	0,57	0,57	4,37	no		14,28	11,92	-0,20	6.936	LU0341470
		JB LUXURY BRANDS FUND-B EUR	EUR	2,18	2,18	1,40	1,40	3,27	no	★★	17,06	16,03	-0,40	203	LU0329429
	INDUSTRIA	FIDELITY FDS-GL INDUSTRI-E€	EUR	3,84	3,84	27,11	27,11	10,04	SI	★★★	19,20	17,36	-0,19	133	LU0114723
	INMOBILIARIO	MORGAN STANLEY US PROPERTY-A USD	USD	4,98	3,14	6,45	2,01	9,99	no		16,46	14,20		356	LU0073233
		HENDERSON GLOBAL PROPERTY EQUITY A2	USD	2,18	0,39	4,58	0,22	4,70	no		14,60	12,34		427	LU0209137
	ENERGIAS ALTERN.	BGF-NEW ENERGY FUND-€E2	EUR	0,75	0,75	3,25	3,25	8,41	no		17,78	17,12		874	LU0171290
	ENERGÍA	BANKINTER SECTOR ENERGIA FI	EUR	4,96	4,96	10,92	10,92	2,62	no	★★★	23,42	19,21	-0,47	3	ES0114806
		SCHRODER INTL GLOBAL EN-B-AC	USD	15,84	13,81	41,07	35,19	-16,70	no	★	40,40	34,50	-0,63	491	LU0256331
		GS NORTH AMERICAN SHALE REVOLUTION & ENERGY INFR/	EUR	1,55	1,55	35,10	35,10		no		32,02			146	LU1046545
	MINERÍA	BGF-WORLD MINING FUND-$E2	USD	-2,39	-4,10	52,06	45,72	-11,41	no	★★	34,05	28,16	-0,37	5.104	LU0090845
	RECURSOS NATURALES	JPMORGAN GLOBAL NATURAL RESOURCES-D ACC€	EUR	2,04	2,04	53,36	53,36	-1,22	no	★★	27,42	24,22	-0,43	835	LU0208853
		CARMIGNAC COMMODITIES-A EUR ACC	EUR	2,10	2,10	22,54	22,54	5,12	no	★★★	18,38	16,95	-0,48	690	LU0164455
	METALES PRECIOSOS	BGF-WORLD GOLD FUND-$E2	USD	-6,55	-8,19	34,61	29,00	-1,35	no	★★★★	43,59	34,11	0,19	4.186	LU0090841
	TEMÁTICOS	CPR SILVER AGE E	EUR	2,22	2,22	-9,51	-9,51	5,99	no	★★★	18,96	15,43	0,37	1.170	FR0010917
		EDMOND DE ROTHSCHILD FUND EUROPE SYNERGY "A" (EUR	EUR	3,20	3,20	-0,36	-0,36	6,58	no	★★★	19,67	16,65		778	LU1102959
OTROS	MIXTO RF	M&G OPTIMAL INCOME-A-EURO-A	EUR	0,83	0,83	6,26	6,26	3,33	SI	★★★★	5,46	3,50	0,87	15.462	GB00B1VMC
	MIXTOS	DWS CONCEPT KALDEMORGEN-LC EUR	EUR	1,35	1,35	7,23	7,23	6,23	SI		7,13	6,69	-0,30	5.061	LU0599946
		NORDEA 1 STABLE RETURN BP €	EUR	-0,12	-0,12	2,14	2,14	5,49	SI	★★★★	3,72	4,41	1,39	18.431	LU0227384
		BB GLOBAL MACRO "B" (EUR) ACC	EUR	0,45	0,45	2,77	2,77	5,35	SI		6,05	5,02	-0,26	293	LU0494761
	MULTIACTIVOS	CARMIGNAC PATRIMOINE-A€ACC	EUR	1,15	1,15	3,70	3,70	5,24	no	★★★★	6,04	8,91	0,60	24.714	FR0010135
		BGF-GLOBAL ALLOCATION FD-$E2	USD	3,01	1,20	7,40	2,92	1,24	no	★★★★	8,47	7,53	0,10	18.380	LU0147396
		FIDELITY GLB MULT ASST IN A (EURHDG)DQ	EUR	0,54	0,54	0,81	0,81	4,14	no		5,26	5,65		4.345	LU0987487
		JPM GLOBAL MACRO OPPORTUNITIES "D" (EUR) ACC	EUR	1,64	1,64	-6,10	-6,10	5,24	no		5,47	7,74	-0,11	5.919	LU0115098
	RETORNO ABSOLUTO	JPM SYSTEMATIC ALPHA A EUR	EUR	0,52	0,52	0,95	0,95	0,60	no		3,77	3,41	-0,89	2.136	LU0406668
		PIONEER ABSOLUTE RETURN MULTI-STRATEGY "A" (EUR) AC	EUR	0,50	0,50	1,68	1,68	3,09	no		2,71	3,53	-0,61	920	LU0363630
		HENDERSON GARTMORE UNITED KINGDOM ABSOLUTE RET	EUR	0,04	0,04	-0,08	-0,08	3,94	no		3,93	3,59	0,60	3.560	LU0490786
		BANKINTER RENTA DINAMICA	EUR	0,49	0,49	-0,30	-0,30	0,19	no		1,85	3,85	-0,91	15	ES0114860
		CARMIGNAC CAPITAL PLUS A EUR	EUR	0,48	0,48	-0,14	-0,14	0,44	no	★★	1,38	2,13	0,18	1.820	LU0336084
		AXA WORLD-GL STRAT BD-AH A	EUR	0,11	0,11	5,19	5,19	1,60	no	★★★	2,74	2,66	0,57	420	LU0746604
		EDR START-C	EUR	0,14	0,14	1,28	1,28	1,16	no		1,32	1,35	-0,78	243	FR0010459
		OYSTER ABSOLUTE RETURN "EUR2" ACC	EUR	0,32	0,32	1,17	1,17	1,15	no	★★★	2,29	2,82	0,50	438	LU0536156
	DIVISAS	PICTET-GLOB EMERG CURR-R$	USD	0,55	1,09	6,51	4,44	-3,13	no		6,43	4,78	-0,69	71	LU0366539

Notas explicativas:

(1) Rentabilidad obtenida por un inversor en Euros que invierte en el ISIN especificado. Tiene en cuenta el efecto divisa. El periodo que abarca es desde inicio de mes hasta el último VL disponible el día

(2) La columna indica si el fondo está, o no, incluido en alguna de nuestras Carteras Modelo de Fondos.

Rentabilidad 3A: es la rentabilidad anualizada de los últimos tres años en la divisa de referencia y teniendo en cuenta que los dividendos se reinvierten.

CAL MSTAR: Calificación según Morningstar. Vol. 1A: Volatilidad de 200 días móviles. Vol. 3A: Volatilidad de semanas móviles. Patrimonio en millones en la divisa de referencia.

Los fondos que aparecen sombreados tienen la divisa cubierta a Euros.

(3) Los fondos incluidos en la categoría Domésticos invierten al menos el 70% de su cartera en RF europea o en euros.

© Bankinter, S.A. Todos los derechos reservados