
El entorno está cambiando a mejor. El reciente "*impasse*" en la cotización del sector es una oportunidad de compra.

Perspectiva Sectorial: Los fundamentales del sector están mejorando. Entre los factores que anticipan un buen comportamiento del sector en 2017 identificamos los siguientes:

- (i) **La regulación es exigente, pero nos parece poco probable que los requisitos actuales se endurezcan.** Los estándares internacionales aún están por definir completamente pero las exigencias de capital del BCE se han relajado en 2017.
- (ii) **La demanda de crédito muestra claros signos de mejora.** El volumen de inversión crediticia (stock) acumula diecinueve meses en positivo (+2,0% en noviembre) y la actividad económica gana tracción (el PIB crece a un ritmo del +1,7%).
- (iii) **La evolución reciente de la curva de tipos de interés** anticipa un mejor comportamiento de la partida de ingresos del sector a medio plazo. El coste de financiación de las entidades está en mínimos históricos mientras aumenta la rentabilidad esperada en las carteras de inversión (crédito y bonos).
- (iv) **La recuperación de los mercados de capitales** (actividad y precio) conlleva una mejora de las comisiones por gestión de activos y un aumento de los ROF's ("*trading*").

Estrategia de inversión:

El **esfuerzo en reducción de costes** anunciado por las principales entidades (Deutsche Bank, Credit Suisse, Unicredit, etc...) y la **mejora en los fundamentales del sector**, nos reafirma en nuestra visión positiva sobre el sector en 2017.

Posicionamiento:

- (i) Reiteramos nuestra **apuesta estratégica por ABN AMRO** como idea singular en base a su atractivo por valoración (P/VC de 0,3 x) y el interés que puede suscitar de cara a una operación corporativa.
- (ii) **Deutsche Bank: Revisamos nuestra recomendación desde Neutral a Comprar.** Cotiza a con unos múltiplos de valoración (P/VC de 0,4x) notablemente inferiores a la media sectorial (P/VC en torno a 0,7/0,8 x). Las ratios de capital cumplen con los requisitos regulatorios y el riesgo jurídico se ha reducido tras alcanzar un acuerdo con el Departamento de Justicia de EE.UU para reducir hasta 7.200 M\$ la sanción por la comercialización de hipotecas "*subprime*" (vs 14.000 M\$ anunciados inicialmente).

(iii) **Mantenemos nuestra recomendación de compra en BNP Paribas y SocGen.** Ambas entidades están implementando planes de racionalización de costes satisfactoriamente y deberían reflejar positivamente en la cuenta de P&G la mejora de perspectivas en los mercados de capitales.

(iv) En Italia mantenemos nuestra recomendación sobre **Unicredit en Neutral** hasta conocer el resultado de la ampliación de capital (13.000 M€) y el desenlace de la recapitalización con fondos públicos de MPS.

Revisamos nuestra recomendación al alza sobre Intesa hasta Comprar (desde vender). Intesa cuenta con una de las mejores ratios de capital en la UEM y su morosidad es inferior a la registrada por sus comparables italianos.

(v) En España, preferimos **Santander (revisamos a Comprar desde Neutral) a BBVA donde adoptamos una visión más prudente.** Desde nuestro punto de vista, la diversificación de ingresos y la recuperación del real brasileño juegan a favor de **Santander de cara a la mejora en resultados durante los próximos trimestres.** En BBVA, la fuerte depreciación del peso mexicano (en mínimos históricos) y la lira turca dificultan la mejora de la cuenta de P&G.

Mantenemos nuestra **recomendación de compra en Bankia y Popular.** En el caso de Popular, la recomendación es táctica, ya que el riesgo es elevado y no se puede descartar que la entidad decida realizar una ampliación de capital para acelerar el saneamiento del balance.

Mantenemos nuestra **recomendación en Caixabank y Sabadell (ambos en Neutral)** hasta la publicación de los resultados trimestrales.