

INDICES BOLSA			RENTABILIDAD BONOS		FUTUROS BOLSA		
	Ultimo	%		Ultimo (%)		Ultimo	%
Ibex 35	10.953	0,75	USA 10y	2,19	Eurostoxx 50	3.562	0,03
Ibex Mid Cap	10.917	0,41	GER 10y	0,25	Dax	12.718	0,02
Ibex Small Cap	5.696	-3,19	ESP 10y	1,47	S&P 500	2.433	0,02
Dow Jones	21.183	0,04	ESP-GER 10y	1,22	Dow Jones	#N/A N/A	#N/A N/A
S&P 500	2.434	0,03	USA 2y	1,31	DIVISAS		
Nasdaq 100	5.885	0,13	GER 2y	-0,74	EUR/\$	1,1206	-0,05
Dax	12.714	0,32	ESP 2y	-0,28	EUR/Yen	123,48	-0,04
Cac 40	5.264	-0,02	ESP-GER 2y	0,46	Dólar/Yen	110,18	-0,15
Milan FTE	21.042	1,46	MATERIAS PRIMAS				
Nikkei	20.013	0,52			Gold	1273,9	-1,07
Shangahi Comp.	3.156	0,18			Silver	17,345	-1,17
Bovespa Brasil	62.756	-0,66			Oil W.Texas	45,59	-0,17

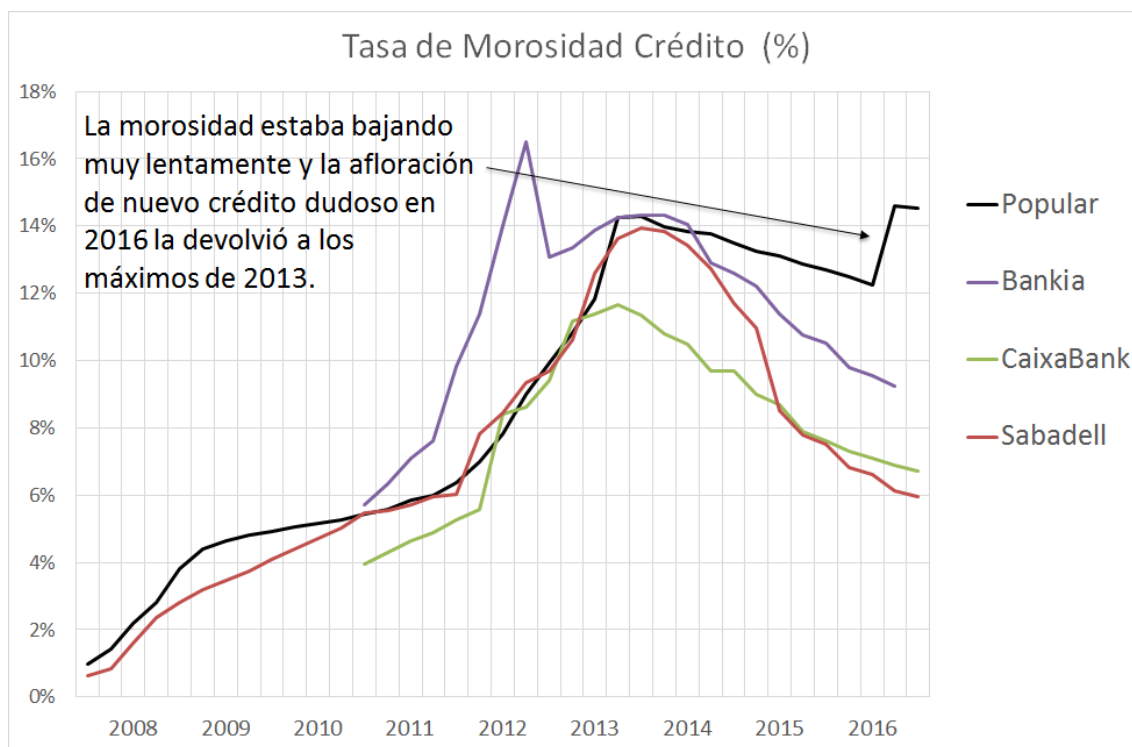
## COMENTARIO DE MERCADO

**El Popular pierde la batalla por la supervivencia.** Lo que hasta hace muy pocas semanas nadie contemplaba ha sucedido. En una operación relámpago el BCE, a través del SRM ( Single Mechanism Resolution), ha decidido intervenir el Banco Popular, forzar la pérdida de sus inversiones a accionistas y tenedores de deuda subordinada y finalmente venderlo al Banco Santander por 1€. El Popular ha tratado de resolver los problemas de su Balance con sucesivas ampliaciones de capital, pero no ha sido finalmente capaz de tapar el agujero creado por las pérdidas de 3.700 millones registradas el año pasado en un nuevo esfuerzo de saneamiento. El martes el BCE declaró que el banco estaba “en quiebra o quiebra probable” poniendo en marcha el mecanismo de resolución por primera vez desde su implantación en Europa. Al día siguiente se aprobaba su venta al Santander.

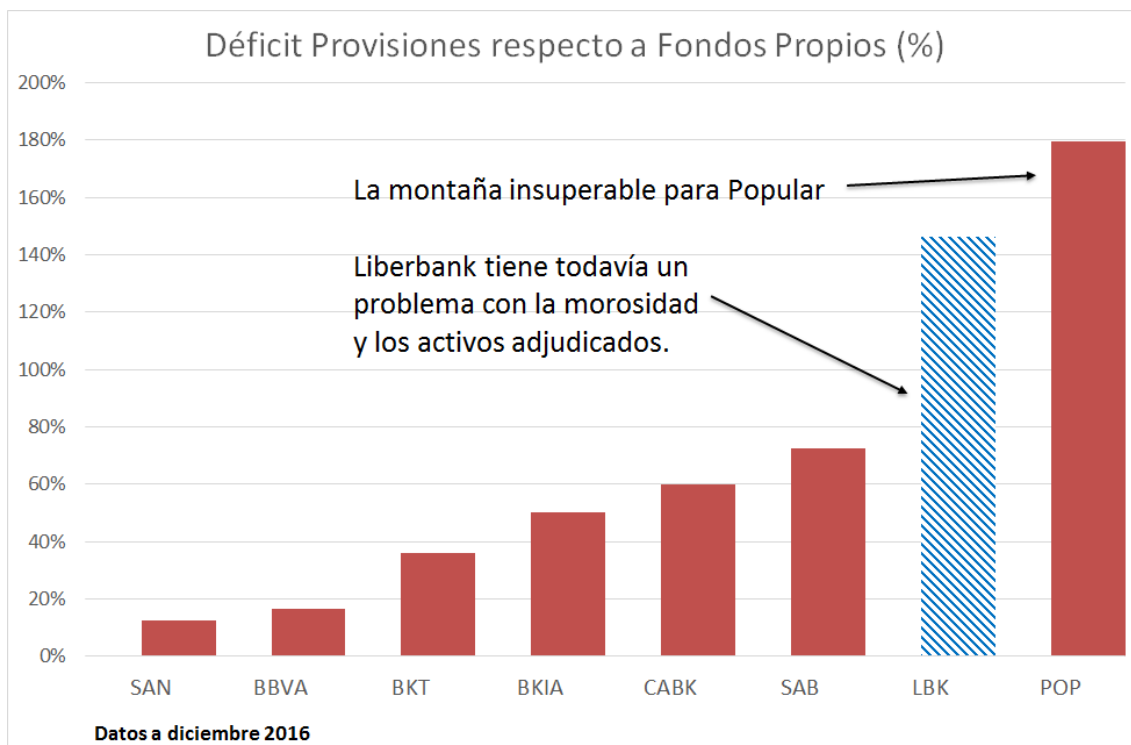
**Un rescate exitoso.** Desde el punto de vista del regulador y el sistema en general no cabe duda de que la intervención ha sido un claro éxito. El mecanismo excluye la utilización de dinero público siendo los accionistas y tenedores de preferentes, convertibles y deuda subordinada los que asumen el coste del rescate. En la jerga financiera se trataría de un “bail-in” o rescate por los propios accionistas y acreedores del banco frente al modelo del “bail-out” o rescate con dinero externo normalmente de los contribuyentes. Se ha trazado una clara línea divisoria entre los instrumentos de riesgo (acciones, preferentes, etc.) y los depositantes y bonistas senior que salen indemnes de la intervención. Finalmente se salva la propia entidad y a sus trabajadores que se integran ahora en el Grupo Santander.

**Los problemas del Popular.** El Banco Popular llegó tarde a la burbuja inmobiliaria, lo que significa que su exposición a crédito promotor se hizo sobre todo en la fase final de la misma cuando los precios eran más altos. También reaccionó tarde a la hora de iniciar el proceso de desinversiones y asunción de pérdidas, confiando tal vez en que podría aguantar a que los precios se recuperaran para limitar el daño. La estrategia de ganar tamaño para mejorar su eficiencia no dio los frutos deseados al unirse a otro banco (Banco Pastor) que tenía problemas similares. A la elevada morosidad del crédito, más o menos común a toda la banca, había que añadir un creciente volumen de activos inmobiliarios adjudicados con unas valoraciones muy superiores a los precios de mercado. Es precisamente el volumen de ambos conceptos el que ha supuesto una bola imposible de digerir para el banco simplemente con la generación de beneficios.

**La ampliación de capital de 2016.** Fue el último intento de alcanzar un balance con los niveles de cobertura. El objetivo era llevar a cabo saneamientos extraordinarios, fundamentalmente de los activos inmobiliarios, para llevar la cobertura de los NPAs (morosidad + adjudicados) a niveles del 50% que exigía el BCE. Dado que estas provisiones implicaban asumir pérdidas que dejaban los ratios de capital por debajo del mínimo exigible, había que hacer una ampliación de capital que compensase esas pérdidas y restituyera el capital perdido. El problema es que primero se hizo la ampliación de capital, asumiendo unas determinadas cifras de saneamientos que se harían a fin de año. Cuando se publicaron los resultados del 2016 se comprobó que los saneamientos habían superado por bastante lo previsto y además se habían aflorado más activos dudosos como consecuencia de una “reclasificación”. La consecuencia es que las pérdidas superaron con mucho lo previsto y encima los ratios de cobertura no alcanzaron los niveles deseados. Finalmente, el ratio de capital CET1 cayó al 8% frente al 11% exigible porque la ampliación realizada fue insuficiente para compensar las pérdidas registradas. Esto dejaba al Popular en una situación muy complicada con la necesidad de acometer una nueva ampliación de capital y otro esfuerzo de saneamiento como si lo hecho en 2016 no hubiera servido de nada.



**El último intento.** La sustitución en la cúpula del banco tenía como objetivo llevar a cabo ese último intento de salvación. Pronto quedó claro que una ampliación de capital del tamaño exigido era imposible de sacar adelante, lo que sólo dejaba la alternativa de una venta del banco. El anuncio por parte de Saracho en la Junta de Accionistas de que la venta era la opción más viable tuvo inicialmente una buena acogida en el mercado. A medida que pasaba el tiempo, sin embargo, fue haciéndose patente el escaso interés del resto de bancos. El precio empezó a caer de forma persistente hasta que las declaraciones de la Presidenta del SRM sobre el seguimiento que estaban haciendo de la situación del Popular marcó el inicio del desplome final. De alguna forma los inversores fueron conscientes por primera vez de que una intervención del banco era posible.



**La decisión final.** Con la vía de la ampliación cerrada por el mercado, el rechazo de los demás bancos a hacer una oferta por el Popular y la ausencia de un plan alternativo por parte del banco, el BCE se encontró con una situación insostenible. El desplome de las acciones por ventas, entre otros, de algunos de sus principales accionistas (Blackrock, Credit Mutuel ...) y sobre todo, el pánico bancario que se llevó por delante un 25% de los depósitos del banco en apenas una semana obligó al BCE a tomar una decisión. Con un informe de un experto independiente que valoraba el banco entre -2.000 y -8.200 millones y una situación de liquidez desesperada que amenazaba un colapso inminente, declaró al banco en situación de “quiebra o probable quiebra” procediendo a su intervención.

**El proceso de “bail-in”.** El saneamiento del banco previo a su venta al Santander ha consistido en un conjunto de medidas dirigido a la asunción de pérdidas por los accionistas y acreedores:

- Se amortizan las acciones del banco resultando en la pérdida total de valor para los accionistas pasando a reservas voluntarias el importe del capital social.
- Se convierten en capital los instrumentos TIER 1, básicamente acciones preferentes y convertibles, y a continuación se amortizan estas acciones a valor cero traspasando su importe igualmente a reservas voluntarias.
- Se convierten en capital los instrumentos TIER 2 (deuda subordinada) de forma que los tenedores de esta deuda son por un momento los únicos accionistas del banco.
- Se venden esas acciones al Banco Santander por 1 €.

El conjunto de estas operaciones implica un aumento de los Fondos Propios del Banco en unos 2.000 millones por la capitalización de los instrumentos AT1 y AT2 que pasan de unos 11.000 a 13.000 millones aprox. Este patrimonio neto contable es el que se vende al Santander por 1€ asumiendo que este es su valor razonable: -2.000 millones según la valoración del experto independiente más 2.000 millones por la capitalización de los AT1 y AT2.

**Los planes del Santander.** El Santander es ahora el propietario del 100% de las acciones del popular. De momento el Santander ha anunciado que va a realizar un saneamiento de unos 7.000 millones de euros de los activos adjudicados y morosos y paralelamente una ampliación de capital (del popular) por el mismo importe. Este saneamiento implica llevar la cobertura de morosos y adjudicados al 67% frente al 45% actual. Posiblemente esta cifra de saneamiento, algo mayor de la estrictamente necesaria, tenga como objetivo una cobertura indirecta de las posibles demandas contra el banco popular que tenga que afrontar por la ampliación de capital del año pasado. En definitiva, el Santander compra por 7.000 millones el banco popular en unas condiciones de saneamiento y capitalización razonables. Hubiera sido casi imposible para el popular llevar a cabo este esfuerzo de saneamiento en solitario.

**¿Había alternativas?** Como siempre sucede en estos casos es probable que hace unos meses se hubiera logrado vender el Popular a un precio más razonable, pero en todo caso inferior al que estaba cotizando en el mercado (se habla de ofertas a 0,55 el año pasado). El intento de sacar adelante el banco por el que optaron gestores y principales accionistas ha resultado ser una decisión equivocada pero esto es algo que sólo ahora se ha comprobado. Una vez que el banco se encamina hacia el colapso es inevitable que el precio sea cero porque la alternativa de una liquidación ordenada habría sido sin duda mucho peor.

**El mensaje del BCE.** El BCE lleva tiempo insistiendo en la necesidad de seguir consolidando el sector pensando precisamente en los bancos pequeños y medianos que no tienen capacidad de supervivencia a largo. La intervención del popular es un serio aviso para que otros bancos sean conscientes de la necesidad de cumplir las exigencias de saneamiento y capitalización del BCE. El éxito (al menos desde el punto de vista del BCE) de la intervención deja claro que ahora existe un mecanismo listo para utilizarse y que no va a dudar en hacerlo.

**El caso de Liberbank.** Liberbank ha sido el principal daño colateral de la intervención. La situación de morosidad y activos adjudicados es similar a la que tenía el popular lo que ha alarmado a los inversores. Es evidente que Liberbank tiene que hacer un esfuerzo de saneamiento pero eso no quiere decir que vaya a acabar como el Popular. De momento, a diferencia de Popular, tiene unos ratios de capital y una liquidez elevada por lo que no está en una situación de urgencia inmediata. Es posible que ese esfuerzo de saneamiento pueda hacerse en dos o tres años con cargo a resultados o, en el peor de los casos con una nueva ampliación de capital. Sólo en el caso de que se demostrase que no está en condiciones de hacerlo puede empezar a deslizarse por la pendiente de la desconfianza. Quizás la lección para Liberbank sea que busque un comprador antes de que sea demasiado tarde.

**Tranquilidad en el mercado.** Las turbulencias alrededor de la intervención del Popular se han dejado sentir en los valores más débiles del mercado pero la situación general del mercado no se ha visto afectada. Las dinámicas se mantienen estables con un sesgo hacia valores defensivos o de crecimiento pero sin ningún deterioro grave en los sectores más cíclicos que vienen mostrando cierta debilidad desde principios de año. La reciente reunión del BCE se ha saldado sin apenas novedades. Draghi reconoce la suave aceleración del crecimiento en Europa pero mantiene que la evolución de la inflación sigue haciendo necesario mantener los estímulos. Si la situación sigue evolucionando positivamente en el último trimestre anunciará que a partir de enero se iniciará la eliminación del programa de compra de activos y posiblemente en 2019 las subidas de tipos. Con la economía en una situación de crecimiento sostenible y los beneficios de las empresas en clara recuperación el escenario sigue siendo favorable para la Bolsa.

## ANALISIS TECNICO





Departamento de Análisis.

**Nicolás López**

Director.

91.347.06.17

Email: [mganalisis@mgvalores.com](mailto:mganalisis@mgvalores.com)

Blog: [www.mgvalores.com](http://www.mgvalores.com)

Twitter: @nicolas\_lopezm