

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.159,30	0,87
EUROSTOXX 50	2.160,07	1,30
FTSE 100	4.052,23	0,19
DAX 30	4.219,42	0,98
CAC 40	2.869,62	1,24
DOW JONES	8.122,80	1,28
S&P	827,50	1,52
NASDAQ	1.465,49	2,76
NIKKEI	7.745,25	3,81

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.128,50	-0,88
BRENT	45,35	1,41
BUND ALEM	124,27	-0,81
TREASURY 10A	124,41	-0,18

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2941	1,3027
USD/JPY	88,57	89,35

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	1,21	1,23
USA	1,75	1,70

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,61	2,49	1,67
5-10	0,91	0,87	0,82
10-30	0,75	0,78	0,83

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,72	1,74	0,28	0,51
5 ^A	3,41	3,36	1,12	-0,48
10 ^A	4,32	4,23	1,21	-0,72
30 ^A	5,07	5,01	1,13	-1,19

INDICE FONDOS INVERSIÓN

	DICIEMBRE	2008
	-0,25	-8,23%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,80	1,82
J09	1,65	1,65
S09	1,67	1,68
D09	1,85	1,86

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
ENI	Aa2 / AA-	5	7 a	+185
CASINO G.	BBB- / BBB-	7,875	5,5 a	+530
KFW	Aaa / AAA	2,25	2 a	+15
SNS	Aaa / AAA	2,875	3 a	+50
TELEFO	Baa1 / A-	5,431	5 a	+250
EON	A2 / A	4,875	5 a	+195
TOTAL	Aa1 / AA	4,875	10 a	+143
BNG	Aaa / AAA	2,75	2 a	+60
KFW	Aaa / AAA	3,875	10 a	+37
BEI	Aaa / AAA	3,125	5 a	+20

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

□ Nueva sesión a la baja, a pesar del buen comienzo alentado por el cierre positivo de Wall Street, esta vez a causa de los malos datos empresariales y de unas pobres cifras tanto del mercado inmobiliario como del laboral en EEUU. En el mercado español las mayores caídas correspondieron a CIN (-9%) que sigue envuelta en los rumores sobre una posible ecuación de canje desfavorable con FER (-1,5%), MAP (-4,1%), ABG (-3,3%), ACX (-3,3%) y ELE (-3%), que aplazó su dividendo ordinario. En la parte de las ganancias se situaron BTO (+2,3%), SYV (+1,7%), ENG (+1,2%) y ABE (+0,9%) que anunció cambios en su modelo de consolidación.

En el EuroStoxx 50 la caída fue incluso mayor y al igual que en EE.UU. una de las causas fue los malos resultados empresariales, en este caso de Nokia (-9,1%) cuyas cifras fueron muy pobres, también cayó fuertemente las automovilísticas Renault (-7,3%) y Daimler (-5,6%), y las financieras Unicredito (-5,9%) y Fortis (-5,7%). Respondieron positivamente Société Generale (+6,7%), ING (+4,3%), y la aseguradora Allianz (+4,2%).

□ La jornada fue de ida y vuelta en el mercado de deuda pública ya que la apertura bajista empezó a ser compensada por unos datos macroeconómicos y resultados empresariales negativos. Posteriormente, declaraciones del nuevo secretario del Tesoro estadounidense donde dejaba claro que EE.UU. seguirá presionando a China para una mayor apreciación del yuan hicieron que la jornada terminase con repunte en los niveles de rentabilidad de la curva. Dicho repunte estuvo muy concentrado en el tramo largo por lo que se pudo apreciar un movimiento de incremento de pendiente importante.

□ En materia de ratings lo más destacado fue cómo S&P bajó a Holcim de BBB+ a BBB y puso en credit watch negativo a British Telecom (BBB+) y a Fiat (BBB-). Además, Moody's bajó a CIT Group (de Baa1 hasta Baa2 con credit watch negativo) y quitó revisión positiva a Eurohypo (A1). Por último, Fitch bajó a State Street desde AA- hasta A+ con revisión negativa.

PREVISIONES PARA EL DIA

□ Hoy será una nueva jornada en la que no habrán referencias macroeconómicas en EE.UU. Así, lo más relevante serán los PMI manufacturero y de servicios de enero del mes de enero y la primera estimación del PIB del Reino Unido del cuarto trimestre del pasado año. En referencia a España, será interesante observar la tasa de paro de la economía para el cuarto trimestre del 2008, después de que los últimos datos de paro fuesen realmente negativos.

□ Para hoy estimamos que los resultados empresariales serán de importancia en la evolución del mercado. Así, lo más destacado será la publicación de General Electric (antes de que comience la jornada en EE.UU.).

ANÁLISIS TÉCNICO

➤ IBEX 35	➤ BUND (Mar 09)
✓ Resistencia: 10.950	✓ Resistencia: 125,50 / 126,00 / 126,53
✓ Soporte: 7.600	✓ Soporte: 124,44 / 124,00 / 122,78

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
ENI	Aa2 / AA-	5	7 a	+185	8:45	Fran	Confianza empresarial	71	73
CASINO G.	BBB- / BBB-	7,875	5,5 a	+530	9:00	Esp	Tasa de paro	13,50%	11,33%
KFW	Aaa / AAA	2,25	2 a	+15	10:00	UME	PMI manufacturero (P)	33,5	33,9
SNS	Aaa / AAA	2,875	3 a	+50	10:00	UME	PMI de servicios (P)	41,7	42,1
TELEFO	Baa1 / A-	5,431	5 a	+250	10:30	UK	PIB (P)	-1,2% t/t	-0,6% t/t
EON	A2 / A	4,875	5 a	+195	10:30	UK	Ventas al por menor	1,6% a/a	1,5% a/a
TOTAL	Aa1 / AA	4,875	10 a	+143					
BNG	Aaa / AAA	2,75	2 a	+60					
KFW	Aaa / AAA	3,875	10 a	+37					
BEI	Aaa / AAA	3,125	5 a	+20					

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Las viviendas iniciadas y los permisos de construcción de diciembre alcanzaron nuevos mínimos históricos

Comentario: Las viviendas iniciadas y los permisos de construcción del mes de diciembre volvieron a reflejar la realidad de la situación del sector inmobiliario estadounidense con una nueva caída en ambas partidas. Así, la primera de ellas pasó desde las 651.000 unidades hasta las 550.000 y la segunda desde 615.000 hasta las 589.000. En ambos casos los registros se situaron claramente por debajo de las previsiones del consenso del mercado (605.000 y 600.000 en ambos casos) y alcanzaron niveles de nuevos mínimos históricos. Cabe destacar que ambas referencias no hacen más que apoyar la clara tendencia negativa del índice de confianza de constructores NAHB, la cual en el día de ayer reflejó una nueva caída, en este caso correspondiente al mes de enero. Así, y de acuerdo con la lectura de este último dato, no serían descartables nuevos descensos en ambos registros.

Este dato fue acompañado por las demandas semanales de desempleo, las cuales volvieron a mostrar un mercado laboral en una situación muy complicada. Así, se contabilizaron 589.000 nuevas solicitudes (se manejaban 543.000), mientras que los receptores de demandas de desempleo aumentaron desde los 4.510.000 hasta los 4.607.000, también por encima de lo esperado.

Zona Euro

Los pedidos industriales de la zona euro en noviembre reflejaron una muy fuerte caída

Comentario: Los pedidos industriales de la zona euro correspondientes al mes de noviembre descendieron un 4,5% mensual cuando el consenso esperaba una caída del 5,0%. En cualquier caso, esta contracción, junto con la revisión a la baja del dato anterior en un punto porcentual hasta el -5,7%, hizo que la tasa interanual de la referencia pasase de un -15,1% a un -26,2% (por debajo de lo estimado que se situaba en un -20,0%). En la descomposición se pudieron observar descensos realmente importantes en la práctica totalidad de las partidas, siendo la más relevante la del equipamiento de transporte (-46,4% interanual). Otras contracciones destacadas fueron las de metales básicos (-27,6%) y equipamiento y maquinaria (-23,6%). Del resto de partidas, ninguna de ellas llegó a descender menos de un 10,0%.

El consumo personal francés de diciembre también reflejó una caída

Comentario: El consumo personal francés del mes de diciembre descendió en un 0,9% mensual, siete décimas más de lo esperado por el mercado. En términos interanuales se pasó de reflejar una subida en el mes de noviembre de un 1,1% a marcar una contracción del 1,7%, lo que también supuso un registro inferior a lo que se estimaba en un principio (-0,6%).

El informe mensual del BCE volvió a reflejar el sesgo de Trichet de la semana pasada

Comentario: El informe mensual del BCE siguió el mismo patrón que el que ofreció Trichet el jueves de la semana pasada después del anuncio de tipos. Se siguió argumentando un patrón de crecimiento muy debilitado en el medio plazo, donde las amenazas bajistas para la economía derivadas de la crisis financiera parecían que empezaban a plasmarse. Así, los peligros para el escenario en actividad seguían centrados claramente a la baja. En materia de inflación dichos riesgos estaban balanceados y se esperaban lecturas muy bajas de precios en los próximos meses para posteriormente observar una recuperación en la parte final del año. Así, parece que el Consejo se aparta de un escenario deflacionista y se sigue centrando en una caída temporal de los precios, es decir un escenario de disflación.

COMPAÑÍAS ESPAÑA

ABERTIS



Cambios en su modelo de consolidación.

Comentario. Según palabras del consejero delegado, Salvador Alemany, gran parte del esfuerzo inversor en 2009 se centrará en la consolidación de participaciones minoritarias y la fusión e integración de activos. La primera medida será consolidar de manera proporcional su participación en Hispasat, donde tiene una participación del 33,4%. Al hilo de esta noticia, el diario Expansión comenta la posibilidad de que parte de ese plan incluya a Brisa (14,8%). Por otra parte, en palabras igualmente de Salvador Alemany, la compañía espera un beneficio en 2008 ligeramente inferior al obtenido en 2007 (657 Mn €)

Valoración. Movimiento lógico el de consolidar participaciones aunque de impacto relativo en la cuenta de resultados. El cambio de consolidación en Hispasat (4% de la cifra de negocio y 5% del Ebitda estimados para 2009), supone un sostén para los márgenes del Grupo, ya que se trata de un negocio que cuenta con una elevada rentabilidad operativa (estimamos un margen Ebitda para 2009 del 79%). En bottom line el impacto es neutro ya que cae la partida de consolidación de participadas y aumentan minoritarios, siendo a priori igualmente neutro en términos de expectativa de dividendo. Sobre la posibilidad de proponer una fusión con Brisa, la operación tiene todo el sentido del mundo a nivel estratégico pero vemos un obstáculo en el accionariado de la compañía lusa, si bien, dada la situación actual esa resistencia creemos que sería menor por lo que podrían verse aumentadas las probabilidades. En cualquier caso no deja de ser especulación. En relación a la expectativa de beneficio, después de nuestro último contacto con la compañía en diciembre, ya reflejamos esa posibilidad con una rebaja del beneficio estimado hasta 605 Mn € que suponen un recorte del 8%. Los motivos son básicamente la caída en el tráfico de sus concesiones, sobre todo en España, y el efecto de la desaceleración en aquellos negocios más ligados a ciclo (Aeropuertos). **Recomendación: MANTENER.**

COMPAÑÍAS EUROPA

REPSOL YPF



ENI



TOTAL



Libia contempla nacionalizar las empresas nacionales extranjeras.

Comentario. Según aparece publicado en diversos medios, el presidente de Libia Gaddafi estaría contemplando nacionalizar las empresas internacionales con presencia en el país. Aparentemente la intención del líder libio sería hacerse con el control de los activos productivos de hidrocarburos en el país con objeto de reducir los niveles de producción ante los reducidos precios a que cotiza el crudo en la actualidad. Incluso se plantearía ignorar las cuotas de producción impuestas por la OPEP.

Valoración. Noticia claramente negativa para los intereses de las compañías con presencia en el país norteafricano. De implementarse la decisión, supondría una merma de las reservas para las petroleras allí presentes aunque pensamos que su actividad en el país no se vería eliminada por completo, pudiendo convertirse los actuales contratos de producción por contratos de servicios, con lo que el impacto en P&G sería menor. Con respecto a las compañías en concreto, la más afectada sería ENI, ya que el porcentaje de su producción en Libia asciende al 14% del total aproximadamente. Para Repsol el impacto sobre la producción rondaría el 5%, mientras que en el caso de Total el peso es algo menor (<4%). Noticia por tanto negativa, aunque el impacto real sobre la actividad de las compañías creemos que no sería demasiado significativo en caso de materializarse. Reiteramos nuestra recomendación de **COMPRAR** sobre los tres valores.

RESULTADOS ESPAÑA

BANKINTER



Publicación de resultados 4T.08.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	4T.08	% Var	2008	% Var
Margen de Intermediación	191	7,8%	681	15,8%
Margen Ordinario	291	9,9%	1.056	11,1%
Margen de Explotación	159	16,1%	539	25,2%
Beneficio Neto Atribuible	51	-27,2%	252	-30,3%

RATIOS RELEVANTES		
	4T08	4T07
Eficiencia	47,2%	53,9%
Morosidad *	1,34%	0,36%
Ratio Cobertura	120,2%	370,3%
Mg. Interm/ATM	1,8%	1,6%
ROE	14,1%	23,5%
Tier I	7,4%	6,3%

* ex titulización

BALANCE			
Mn €	4T08	4T07	% Var a/a
Total Activos	53.468	49.649	7,7%
Créditos sobre clientes	40.144	37.580	16,1%
Recursos de clientes	37.343	38.774	-3,7%
En balance	29.230	29.306	-0,3%
Fuera de balance	8.113	9.468	-14,3%

Comentario. En este trimestre el margen de intermediación se ha visto incrementado en un +15,8% frente al +24,1% registrado entre el 4T.07/4T.06, lo que pone de manifiesto una clara desaceleración motivada principalmente por la complicada situación económica que estamos viviendo actualmente. En pocos meses, el crecimiento de la inversión crediticia se ha ralentizado de forma considerable (+4,1% 4T.08/4T.07 vs +9,1% 3T.08/3T.07) como consecuencia de las políticas más selectivas a la hora de conceder créditos. Por su parte, los recursos de clientes, a pesar de las campañas de captación de pasivo realizadas por la entidad, se mantienen planos respecto al ejercicio 2007 situándose en los 23.509 Mn € al cierre de 2008. De esta forma, el margen de clientes se incrementa en este 4T.08 hasta alcanzar el +1,5% vs +1,4% registrado en el trimestre anterior. Esta mejoría se debe fundamentalmente a la importante bajada de tipos que se ha producido en los últimos meses del ejercicio 2008 y que han beneficiado a la entidad debido al efecto repricing que se ha podido ver ya en depósitos pero que todavía no se ha reflejado en los créditos a la clientela. Los recursos gestionados fuera de balance siguen cayendo (-28,5%), lo que afecta negativamente a los ingresos por comisiones que disminuyeron en un -7,4% a/a. Adicionalmente, observamos un importante incremento en los resultados derivados de operaciones financieras que como consecuencia de la gran volatilidad registrada en el año, han alcanzado los 103 Mn € vs 74 Mn € registrados en el ejercicio 2007. Se produce también una importante contención en costes que ayuda a mejorar el ratio de eficiencia (+47,1%) y que permite al margen de explotación mantener un crecimiento de doble dígito en términos anuales (+25,2% a/a). Finalmente el beneficio neto se ve perjudicado en un -30,3% respecto al ejercicio 2007, descenso que se explica por los extraordinarios generados en 2007 tras la venta del 50% del negocio de seguros de vida a Mapfre. Si no tuviésemos en cuenta dichos extraordinarios, el BPA de 2008 (0,63 euros) hubiera sido igual al registrado en el ejercicio 2007, es decir 0,92 euros.

Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por Inverseguros SVB SAU, de fuentes que considera fiables. Las opiniones vertidas en el mismo han sido elaboradas de buena fe y son exclusivas de su Departamento de Análisis y no pueden ser consideradas como una oferta de compra o de venta de acciones. Inverseguros SVB SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. Inverseguros SVB, SAU, es una empresa de servicios de inversión sometida a la legislación española, bajo supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y dispone de un Reglamento de Conducta que puede ser consultado en su página en Internet (www.inverseguros.es).

Por último, la morosidad sigue incrementándose de forma muy notable (+1,3% vs +0,9% registrada en el 3T.08) aunque sigue encontrándose en niveles muy por debajo de la media del sector (+2,6%). Las provisiones para insolvencias totales han aumentado un +27,1% respecto al 4T07 (principalmente por el incremento de las provisiones específicas), y el índice de cobertura sigue disminuyendo (+120,2% vs 162,5% registrado en el 3T.08). En cuanto al tema de la liquidez, BKT no tendrá que afrontar más vencimientos hasta 2010.

Valoración. Los resultados presentados por la entidad, aunque algo por encima de nuestras estimaciones, muestran una clara desaceleración del negocio y nos plantean serias dudas en cuanto a la evolución futura de la entidad que tiene que afrontar un 2009 que se espera complicado. Aunque la entidad cierra el ejercicio con crecimientos de doble dígito en sus márgenes, no creemos que estas tasas puedan ser sostenibles a largo plazo ya que se basan en una evolución de la curva de tipos de interés que ha sido favorable durante gran parte del año, en unos resultados positivos no recurrentes en la operativa de trading y en una importante reducción de costes que dudamos pueda mantenerse a largo plazo. En cuanto a la solvencia, BKT ha adoptado modelos internos, previa aprobación del regulador, para la valoración del riesgo de determinadas carteras como son: Hipotecas vivienda personas físicas, Empresas pequeñas, Empresas medianas, Financiación de proyectos y Préstamos personales, lo que le ha permitido reducir los activos ponderados por riesgo (-3,9% respecto del 3T.08), que junto con la emisión de 50 Mn € de deuda subordinada realizada en octubre de 2008 le ha permitido mejorar sus ratios de capital (TIER I +7,4% vs 6,8% 3T.08) lo que todavía nos resulta insuficiente si lo comparamos con otros competidores a nivel europeo. La mora aunque se ha incrementado en 98 pb respecto 2007, se sigue situando entre las más bajas del sistema bancario español, aunque este rápido incremento también nos preocupa, especialmente si tenemos en cuenta las bajas tasas de morosidad que siempre ha presentado la entidad. Nos preocupa por lo tanto la evolución futura de la cuenta de resultados en términos de crecimiento, ya que los volúmenes seguirán aflojando en 2009, y que el beneficio neto mostrará una tendencia a la baja tal y como dejó entrever el propio consejero de Bankinter tras la presentación de resultados. **Recomendación: VENDER.**

RESULTADOS EUROPA

NOKIA



Publicación de resultados 4T.08.

(Mn €)	2008	2007	%	4Q.08	4Q.07	%
Ventas Totales	50.769	51.084	-0,6%	12.684	15.724	-19%
Mobile Devices	35.099	37.691	-6,9%	8.141	11.141	-27%
Navteq	361	0	n/a	205	0	n/a
Nokia Siemens Network	15.309	13.393	14,3%	4.338	4.583	-5%
Ebit	4.966	7.985	-37,8%	492	2.492	-80%
<i>Margen operativo %</i>	9,8%	15,6%		3,9%	15,8%	
Beneficio Neto	3.988	7.205	-44,6%	576	1.835	-69%
<i>Margen neto %</i>	7,9%	14,1%		4,5%	11,7%	

Comentario. Las esperadas cifras de negocio de Nokia de fin de año mostraron de nuevo la debilidad del sector con respecto a la actividad del año pasado, véase los resultados de Sony, Sanyo, Ericsson, y la quebrada Nortel. La cifra de ventas remitida se encontró en línea con nuestras previsiones, por debajo de la cifra de ventas de 2007, mientras que el consenso estimaba un crecimiento de las ventas respecto a 2007. La principal caída se produjo en los ingresos de la división de Mobile Devices, además de por el descenso del volumen de ventas de terminales en el mercado (-9%), por la pérdida de cuota de mercado de 38% 3T.08 a 34% 4T.08. La extraordinaria caída en el margen operativo se debe a la reducción del ASP, 71 € frente a los 79 € del 1T.08. pero sobre todo al aumento de los gastos de reestructuración de las nuevas divisiones Navteq y NSN, y, principalmente, a los ingresos extraordinarios incluidos en 2007 por la formación de la joint venture, NSN, con Siemens. Referente a las perspectivas para 2009 la compañía no espera una pronta recuperación del mercado sino que prevé un nuevo retroceso del volumen de venta de dispositivos móviles alrededor del 10%. Nokia se marca como objetivo el incrementar su cuota en Mobile Devices para sostener su posición predominante, y mantener constante la cuota de NSN, además de seguir potenciando las sinergias entre estas dos áreas. También anunció que el dividendo que propondrá el consejo a su junta será de 0,4 € por acción vs 0,55 € pagado en 2008 y 0,43 € en 2007.

Valoración. Resultados muy pobres los publicados por la compañía finlandesa, muy por debajo de nuestras previsiones en cuanto a su resultado operativo. Ya anticipábamos las graves dificultades de Nokia para mantener su cuota de mercado (-4%), durante todo el periodo, pero difícilmente nos podíamos imaginar una pérdida tal, y seguimos sin encontrar motivos para creer que pueda recuperar terreno. En este sector la innovación lo es todo y parece que se está quedando atrás. Tampoco hemos encontrado mejoras en el ASP a pesar de que anunciarán que evitarían entrar en una guerra de precios, aunque eso significara una pérdida de cuota, en este caso han perdido en las dos. Las perspectivas para Nokia son además muy negativas, no hay señales de recuperación en el mercado, por tanto aunque pensamos que la compañía será una de las primeras en notar en sus cifras una posible recuperación global, por el momento seguimos recomendando alejarnos del valor. **Recomendación: VENDER.**