

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.200,90	-1,85
EUROSTOXX 50	2.214,95	-2,33
FTSE 100	4.202,24	-0,76
DAX 30	4.407,56	-2,70
CAC 40	2.964,34	-2,09
DOW JONES	7.932,76	-0,09
S&P	835,19	0,17
NASDAQ	1.541,71	0,73
NIKKEI	7.779,40	0,96

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.203,00	-1,83
BRENT	46,00	2,38
BUND ALEM	124,75	0,79
TREASURY 10A	123,70	-0,10

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2923	1,2905
USD/JPY	91,06	90,06

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	1,17	1,04
USA	1,46	1,45

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,76	2,68	1,78
5-10	1,22	1,20	0,88
10-30	0,28	0,34	0,63

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,49	1,55	0,19	0,60
5 ^A	3,03	3,03	0,82	-0,22
10 ^A	4,25	4,23	1,17	-0,77
30 ^A	4,53	4,56	0,81	-0,98

INDICE FONDOS INVERSIÓN

DICIEMBRE	2008
-0,25	-8,23%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,70	1,69
J09	1,60	1,58
S09	1,64	1,62
D09	1,78	1,76

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
CAJA MADRID	Aaa / AA+	3,125	3 a	+78
IMP TOBACCO	Baa3 / BBB	8,375	7 a	+510
EDP	A2 / A-	5,5	5 a	+265
NIBCAP	Aaa / AAA	3,125	3 a	+65
CAIXA GERAD DEP	Aa1 / A+	5,125	5 a	+225
NRW	Aa1 / AA-	3,0	3 a	+50
DEUTSCHE POST	Aaa / AAA	3,75	5 a	+85
SHELL	Aa1 / AA+	3,375	3 a	+90
SHELL	Aa1 / AA+	4,50	7 a	+120
DEXIA	Aa1 / AA+	3,125	2,5 a	+85

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

En la última sesión bursátil las ventas fue el comportamiento predominante, tanto en Europa como en el mercado español. Los únicos componentes del Ibex que acabaron al alza fueron CRI (+0,8%), BKT (+0,5), la opada UNF (+0,6%) y BME (+0,1%). IBLA acabó la jornada sin cambio tras la rebaja del rating crediticio a BA. Los valores que más cayeron fueron SYV (-4,8%), REP (-3,8%), ABG (-3,8%) y GAM (-3,6%).

La jornada en Europa tampoco tuvo un cariz diferente al ibérico y, al igual, sólo terminaron en positivo Aegon (+2,9%), Deutsche Bank (+0,7%) y la petrolera Total (+0,5%) tras presentar unos buenos resultados. En la parte de las ventas encontramos a Fortis (-15,9%) cuyos accionistas bloquearon la adquisición de sus activos por BNP (-5,5%). También destacaron las pérdidas de Volkswagen (-6,9%) Credit Agricole (-4,8%) y Arcelor Mittal (-4,7%).

El mercado siguió dudando sobre el plan de rescate financiero estadounidense y el de estímulo para la economía real, lo cual revirtió en mayores compras en el mercado de deuda pública y pérdidas en las bolsas y crédito, además de incremento en los diferenciales de rentabilidad entre la curva alemana y países periféricos, en un típico movimiento de efecto refugio. Posteriormente, todo ello se minoró tras conocerse rumores de que la administración de Obama estaba trabajando en un nuevo plan de ayuda para el pago de hipotecas.

En ratings los más destacado fue cómo S&P rebajó a BASF (de AA- hasta A+) a Allied Irish Bank (de A+ hasta A) y puso en perspectiva negativa a Arcelor (BBB+). Además, Moody's también rebajó a Allied Irish Bank (de Aa2 hasta Aa3; NEG).

PREVISIONES PARA EL DIA

Tras la publicación del dato preliminar de PIB español de cuarto trimestre del pasado año, hoy será el turno de Alemania y la propia zona euro. Además, se conocerá el dato final de precios al consumo de enero en España y el dato preliminar de confianza del consumidor por la Universidad de Michigan como una de las primeras referencias relativas al mes de febrero.

En lo que a comparecencias se refiere, tan sólo destacará una de González Páramo (12:00).

Es posible que el plan de ayuda para el pago de hipotecas antes comentado, someta al mercado de deuda pública a una leve presión vendedora que podría verse ratificada con el dato de confianza del consumidor en EE.UU..

ANÁLISIS TÉCNICO
IBEX 35

- ✓ **Resistencia:** 10.950
- ✓ **Soporte:** 7.600

BUND (Mar 09)

- ✓ **Resistencia:** 122,60 / 123,91 / 125,49
- ✓ **Soporte:** 121,10 / 120,17 / 118,21

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
CAJA MADRID	Aaa / AA+	3,125	3 a	+78	8:00	Alem	PIB (P)	-1,8% t/t	-0,5% t/t
IMP TOBACCO	Baa3 / BBB	8,375	7 a	+510	9:00	Esp	Precio al consumo	0,8% a/a	1,4% a/a
EDP	A2 / A-	5,5	5 a	+265	9:00	Esp	Precios al consumo suby	1,9% a/a	2,4% a/a
NIBCAP	Aaa / AAA	3,125	3 a	+65	9:00	Esp	Precios al consumo armon (F)	0,8% a/a	0,8% a/a
CAIXA GERAD DEP	Aa1 / A+	5,125	5 a	+225	11:00	UME	PIB (P)	-1,3% t/t	-0,2% t/t
NRW	Aa1 / AA-	3,0	3 a	+50	16:00	EEUU	Conf. consumidor U Michigan	61,7	60,2
DEUTSCHE POST	Aaa / AAA	3,75	5 a	+85					61,2
SHELL	Aa1 / AA+	3,375	3 a	+90					
SHELL	Aa1 / AA+	4,50	7 a	+120					
DEXIA	Aa1 / AA+	3,125	2,5 a	+85					

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Subida inesperada en las ventas al por menor de enero

Comentario: Las ventas al por menor estadounidenses del mes de enero reflejaron una subida del 1,0% en su componente general y del 0,9% exceptuando autos. Ello hizo que el sesgo de la referencia fuese más positivo de lo esperado por el mercado (-0,8% y -0,4% respectivamente), pese a que los registros del mes pasado fuesen revisados a la baja del -2,7% al -3,0% y del -3,1% al -3,2%. En cualquier caso, la tendencia de fondo del consumo sigue siendo muy negativa como se puede observar en las referencias interanuales con caídas propias de una contracción del consumo muy intensa. Cabe decir que en la subida mensual del índice pudo influir un posible incremento de los precios en el mes (de hecho el consenso maneja una subida de los mismos del 0,3% para su publicación la próxima semana). Así, hubo partidas que reflejaron dicho aspecto de manera especial como las ventas en las estaciones de gasolina, que pasaron de contraerse en un 15,6% a subir el primer mes de este año en un 2,6%. Otro componente importante en la subida de las ventas fue el de ropa pasando de caer un 4,0% a subir un 1,6% o el de vehículos y sus componentes (de -2,0% a +1,6%). Este último punto destaca después de la fuerte caída de las ventas de autos en este mismo mes. Así, parece que las ventas de componentes de los mismos han podido compensar este hecho, lo que podría suponer un dato aislado o manifestar un patrón de consumo defensivo, prefiriendo la reparación de vehículo averiado a la compra de uno nuevo.

Nueva caída de los inventarios de negocio en diciembre

Comentario: Los inventarios de negocio del mes de diciembre reflejaron una nueva contracción del 1,3% mensual después de que el mes anterior la contracción fuese de un 1,1%. De esta forma, el registro se situó por debajo de los esperado (-0,9%) y se produjo el cuarto descenso consecutivo de esta partida. Las ventas descendieron en un 3,2% mensual lo que supuso que el ratio inventarios/ventas pasase de un 1,41 a un 1,44. Una vez más se observa como el proceso de corrección de stocks se tiene que producir vía producción ya que la demanda no hace otra cosa que caer.

Además ayer también se publicaron las demandas semanales de desempleo con un registro de 623.000, un dato por encima de las estimaciones del mercado (610.000). Ello supuso una leve desaceleración con respecto al dato anterior, después de que el dato anterior fuese revisado al alza de 626.000 a 631.000.

Zona Euro

Menor caída de la esperada del PIB español en el cuarto trimestre del pasado año

Comentario: El PIB español del cuarto trimestre del pasado año reflejó una contracción del 1,0% trimestral, lo que supuso un registro algo menos negativo de lo que se esperaba (caída del 1,1%). En cualquier caso, la revisión una décima a la baja del dato anterior al -0,3% y el propio nivel en sí, hablan de manera muy clara del sesgo del índice. En términos interanuales se pasó de un crecimiento del 0,9% a una caída del 0,7%.

Fuerte contracción de la producción industrial de la zona euro en el mes de diciembre

Comentario: La producción industrial de la zona euro correspondiente al mes de diciembre reflejó una contracción interanual del 12,0% después de que el registro del mes anterior mostrase un -8,4%. Ello supuso un sesgo muy negativo para el dato, no sólo por el nivel de la caída en sí, sino porque, además, el dato se situó claramente por debajo de lo esperado (-9,5%). En términos mensuales supuso un descenso del 2,6% mensual. En la descomposición se observaron caídas muy importantes en la práctica totalidad de las partidas, destacando principalmente los bienes intermedios (-20,3% interanual), los bienes de capital (-11,7%) o los de bienes duraderos (-14,5%).

El informe mensual del BCE reflejó de manera fiel el discurso de Trichet de la semana pasada

Comentario: El informe mensual del BCE ratificó el discurso de Trichet de la semana pasada, mostrando una fuerte desaceleración en términos de actividad con lecturas de precios por debajo del objetivo de la autoridad monetaria en los primeros meses, aunque observa una vuelta a dicho nivel en el medio plazo. Este sesgo se ve de manera bastante clara en las previsiones que el BCE maneja como expectativas de mercado, las cuales sirven de comparación con las que el Banco publicará tras la reunión del Consejo en el mes de marzo. Así se maneja una contracción de la economía en este año del 1,7% y un crecimiento en el 2010 del 0,6% desde el 1,4% de la estimación anterior. En materia de inflación el registro medio para este año es de un 0,9% (anteriormente era un 2,2%) y en 2010 del 1,6% (antes 2,0%). En el largo plazo, las expectativas pasan de un 2,0% a un 1,9%. Todo ello supondría un entorno en el cual se pueden reducir tipos, como parece que es la intención de la autoridad.



Cifras de tráfico de enero.

Datos de IMD	Mensual			Acumulado año		
	ene-09	ene-08	% Var	2009	2008	% Var
	AKO (Mn)	5.171	5.625	-8,1%	5.171	5.625
Doméstico	662	905	-26,8%	662	905	-26,8%
Medio Radio	1.258	1.426	-11,7%	1.258	1.426	-11,7%
Largo Radio	3.250	3.295	-1,3%	3.250	3.295	-1,3%
PKT (Mn)	3.827	4.349	-12,0%	3.827	4.349	-12,0%
Doméstico	395	608	-35,1%	395	608	-35,1%
Medio Radio	756	882	-14,3%	756	882	-14,3%
Largo Radio	2.677	2.860	-6,4%	2.677	2.860	-6,4%
Coefficiente ocupación	74,0%	77,3%	-3,3%	74,0%	77,3%	-3,3%
Doméstico	59,6%	67,1%	-7,5%	59,6%	67,1%	-7,5%
Medio Radio	60,1%	61,9%	-1,8%	60,1%	61,9%	-1,8%
Largo Radio	82,3%	86,8%	-4,5%	82,3%	86,8%	-4,5%

Comentario. Muy malas cifras que vienen sesgadas por las adversas condiciones climatológicas sufridas tanto en España como en puntos de destino europeos, y por los efectos, no reconocidos por la compañía, de los primeros días del mes con relación a su disputa con los pilotos. El caso es que la demanda registró uno de los peores datos históricos al recortarse un -12% para el total de red, con especial incidencia en el radio doméstico por los motivos ya comentados. El ajuste de oferta continúa y eso provoca que el ratio de ocupación perdiese nada menos que 330 pb, situándose en España por debajo del 60%. Destacamos de los datos la mala evolución registrada en rutas hacia América del Norte y Central, con caídas en la demanda del 7,4% y 6,1% respectivamente, provocando con ello que la ocupación en rutas a América del Norte cayese hasta un pobre 69,2%.

Valoración. Descontado ese efecto no recurrente de la climatología y los conflictos laborales, lo que queda sigue sin ser un buen dato, ya que detrás de ese ajuste viene el impacto de la situación recesiva económica, un factor que seguirá castigando sin duda alguna los datos y las cuentas de la compañía en los próximos trimestres. No esperamos ninguna mejoría al menos por lo que respecta al primer semestre por lo que esta tónica se mantendrá y nuestra sensación de notable sensibilidad al ciclo por parte de Iberia y su sector se debería ir confirmando. Seguimos firmes igualmente con nuestra apuesta de que la fusión con BA se retrasará aun a pesar de las últimas declaraciones aparecidas en prensa, por lo que existe una buena oportunidad de trading con posiciones cortas en Iberia. **Recomendación: VENDER.**



Se dan a conocer finalmente las condiciones de la CNC a la operación de fusión.

Comentario. Las condiciones impuestas por la Comisión Nacional de la Competencia obligarán a Gas Natural a tener que desinvertir unos 600.000 puntos de suministro de gas, a tener que reducir su potencia eléctrica instalada en unos 2.000 MW, principalmente en ciclos combinados, a adoptar medidas para mantener la autonomía de Unión Fenosa Gas y deberá desinvertir su participación en Enagás y reducir vínculos con Cepsa. La venta de los puntos de suministro de gas conllevará la venta de redes enteras con la que se pretende facilitar la competencia entre los compradores de esos activos y la propia Gas Natural.

Valoración. Las condiciones finalmente dadas a conocer son más estrictas de lo que inicialmente se pensaba que podían ser (venta de 300.000 puntos de suministro, 800 MW de potencia), aunque tampoco pensamos que el impacto vaya a ser excesivamente relevante en comparación con lo que supone la integración de las dos compañías. Los puntos de suministro que deberán venderse apenas representan el 10% del total del grupo y los MW a desinvertir representan un porcentaje similar sobre la capacidad total instalada del grupo. Consideramos que las condiciones son asumibles por la compañía sin que el sentido de la operación se vea significativamente afectado. La obligación de desinvertir en Enagás consideramos que ya estaba contemplado en el plan de desinversiones anunciado por Gas Natural, por lo que la cotización de la transportista no pensamos debiera verse afectada. Reiteramos nuestra recomendación de **COMPRAR.**

TOTAL



Publicación de resultados 2008.

Mn €	4T.08	4T.07	% Var.	2008	2007	% Var.
E&P	3.727	5.838	-36,2%	23.639	19.514	21,1%
R&M	1.145	744	53,9%	3.602	3.287	9,6%
Química	254	119	113,4%	873	1.155	-24,4%
Corporativo y Otros	-164	-115		-549	-450	
EBIT Ajustado	4.962	6.586	-24,7%	27.565	23.506	17,3%
BN	2.873	3.107	-7,5%	13.920	12.203	14,1%

Comentario. Los resultados del trimestre se han caracterizado por el impacto del descenso de los precios del crudo y de la producción y de una mejora de la rentabilidad de las actividades del downstream como consecuencia de ello. En E&P la caída de la producción ha sido del -4%, y para el conjunto del año ha sido -2%, aunque +1% en términos constantes. También apreciamos una ampliación del diferencial entre los precios de crudo de referencia y los de la cesta de la compañía, lo que ha mermado igualmente la evolución de los resultados. En R&M, se ha producido una mejora significativa de los márgenes (+38%) aunque el volumen procesado ha descendido un -1%. La tasa de utilización de la capacidad de refino se ha situado en el 90% para el trimestre. Por último, el negocio de química ha sabido suplir la caída de la demanda con una mejora de los márgenes fruto de la caída de las materias primas. La compañía ha anunciado el abono de un dividendo con cargo a los resultados de 2008 de 2,28 €/acc, lo que supone un incremento de +10% con respecto al año pasado.

Valoración. Las cifras presentadas han estado dentro del rango previsto por el consenso, sin sorpresas. A pesar de la caída de los precios del crudo, y previsiblemente de los márgenes de refino en 2009, Total ha incrementado el dividendo y ha resaltado su intención de seguir cumpliendo con sus compromisos hacia los accionistas. Para el 2009 la compañía de momento ha mantenido constante su presupuesto de Capex, aunque su intención es de renegociar los costes de algunos de los proyectos con lo que podría verse minorado. Consideramos que a pesar del descenso de los precios del crudo, la capacidad de Total para generar caja le permitirá cumplir con sus objetivos de inversión y mantener una política generosa de dividendos sin excederse de su objetivo de mantener su apalancamiento financiero en un rango de 25% y 30%. Por ello reiteramos nuestra recomendación de **COMPRAR**.

RENAULT



Publicación de resultados 2008.

Mn €	2008	2007	% Var.
Ventas	37.791	40.682	-7,1%
Autos	35.757	38.679	-7,6%
Financiera	2.034	2.003	1,5%
EBIT	212	1.354	-84,3%
<i>Mg</i>	<i>0,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-2,8pb</i>
Autos	-275	882	-131,2%
Financiera	487	472	3,2%
BN	571	2.669	-78,6%

Comentario. La división de automóviles se ha visto expuesta a una enorme presión en el último trimestre del año (el resultado operativo del segundo semestre ha sido -873 Mn €). Esta presión se ha manifestado a través de diversas formas: fuertes caídas de los volúmenes y de la producción, presiones competitivas con objeto de reducir los inventarios de concesionarios, reducciones de las valoraciones residuales de los vehículos financiados, incrementos de los costes de aprovisionamiento y efectos adversos por tipo de cambio (libra esterlina principalmente). El negocio financiero en cambio ha sido capaz de mantener los márgenes a pesar del incremento de los costes de refinanciación, gracias entre otros aspectos a una reducción del -13% de los costes operativos.

El nivel de endeudamiento de la división de autos se ha visto fuertemente incrementado (+5.900 Mn €), con lo que apalancamiento financiero se ha elevado hasta un 41% frente al 9,5% de finales de 2007. Ese aumento de la deuda se ha debido a unos menores ingresos por dividendos de sus participadas (Nissan y Volvo), a un incremento del fondo de maniobra en el que el descenso de inventarios ha sido inferior a la caídas en la partida de acreedores comerciales, al coste de adquisición de un 25% del fabricante ruso AvtoVAZ y a saldos negativos sobre coberturas de divisas. La división de autos ha arrojado un flujo negativo de caja de -3.028 Mn €. El consejo de administración ha decidido proponer a la JGA cancelar el pago de dividendo asociado a los resultados del año.

Valoración. Los resultados han estado claramente por debajo de las previsiones, fruto de un cúmulo de factores adversos. Muy negativo también ha sido el aumento del endeudamiento del negocio de automóviles, lo que sirve para poner de manifiesto las dificultades de la compañía para generar caja en el contexto actual, aunque es de prever que el efecto negativo del circulante se suavice en el caso de que la situación se estabilice. La decisión de cancelar el dividendo responde claramente a la política de la compañía de centrarse este año de forma prioritaria en la generación de caja. Cifras muy negativas pero, salvo en el caso de que el entorno del sector se deteriore aún más, es de prever que la evolución de la actividad del grupo se estabilice. Aún así las perspectivas para este año siguen siendo negativas. Reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER** exclusivamente por criterios de valoración.