

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.861,40	0,23
EUROSTOXX 50	2.118,47	-0,07
FTSE 100	4.006,83	-0,68
DAX 30	4.204,96	-0,28
CAC 40	2.874,07	-0,04
DOW JONES	7.555,63	0,04
S&P	788,42	-0,10
NASDAQ	1.467,97	-0,18
NIKKEI	7.557,65	0,31

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.865,00	0,34
BRENT	39,93	-1,43
BUND ALEM	125,72	-0,03
TREASURY 10A	123,52	-0,73

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2587	1,2619
USD/JPY	93,48	92,37

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	1,22	1,28
USA	1,46	1,59

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,73	2,84	1,75
5-10	1,13	1,20	0,87
10-30	0,33	0,31	0,68

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,49	1,42	0,24	0,58
5 ^A	3,09	3,06	0,96	-0,30
10 ^A	4,21	4,26	1,22	-0,76
30 ^A	4,54	4,57	0,86	-1,06

INDICE FONDOS INVERSIÓN

ENERO	2009
-0,59	-0,59%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,74	1,72
J09	1,63	1,61
S09	1,66	1,63
D09	1,79	1,75

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
GEN VALENCIA	Aa2 / AA-	3,875	3 a	+160
SANDVIK	A	6,875	5 a	+415
BANKINT	Aaa / AA+	3	3 a	+76
KFW	Aaa / AAA	3,125	5 a	+47
TESCO	A3 / A-	5,125	6 a	+235
TOTAL	Aa1 / AA	3,50	5 a	+87
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

PERSPECTIVAS DE MERCADO

SESIÓN ANTERIOR

□ Movimiento horizontal en la renta variable europea, con suaves subidas en el Ibex 35 que mejoró gracias al contagio positivo de la apertura de Wall Street. Buen comportamiento de los grandes bancos en España, con BBVA (+3,3%) y SAN (+1,9%). También ANA (+1,2%), ELE (+1,4%) y ACS (+1,1%) se benefician de su particular entorno corporativo. Entre los destacados también encontramos a GRF (+2,1%) e IBLA (+1,7%). Recogida de beneficios en IBE (-2,1%) y TRE (-2,3%). Los peores valores de la sesión fueron MAP (-2,4%), GAM (-3,8%) y TL5 (-3,9%)

En el resto de Europa, de nuevo Fortis (+7,1%) volvió a imponerse al resto de valores en su particular evolución. Deutsche Telekom (+3,0%) y Deutsche Boerse (+2,6%) junto a los bancos franceses Société Generale (+2,7%) y BNP Paribas (+2,6%) se situaron también entre los títulos más comprados. Por el contrario Unicredit (-6,5%) e ING Group (-3,8%) junto con nuevamente el sector autos con Renault (-5,1%) y Daimler (-3,4%) aparecen como los títulos que peor evolucionaron.

□ El plan de rescate al mercado inmobiliario en EE.UU. presentado por Obama en el día de ayer ayudó a un movimiento alcista de la curva estadounidense, mientras. Dicho movimiento no fue del todo trasladado a la referencia alemana lo que provocó un estrechamiento en los diferenciales de rentabilidad entre ambas economías.

□ En materia de ratings destacó cómo S&P rebajó a MBIA de AA hasta BBB+, a SwissRe de AA- a A+ y puso en revisión negativa a Aegon (A+). Además, Fitch rebajó a Peugeot de BBB+ hasta BBB- con perspectiva negativa y a Renault de BBB hasta BBB-. Por último, Moody's puso en revisión negativa a BMW (A2).

PREVISIONES PARA EL DIA

□ Hoy todas las publicaciones importantes se realizarán en EE.UU. destacando los precios de producción y el LEI de enero. En menor nivel de importancia estará la Fed de Filadelfia y las demandas de desempleo.

□ En materia de comparecencias sólo destaca Lockhart (19:15).

ANÁLISIS TÉCNICO

IBEX 35

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

BUND (Mar 09)

✓ **Resistencia:** 125,15 / 125,37 / 126,53
✓ **Soporte:** 122,60 / 121,56 / 120,17

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
					14:30	EEUU	Precios de producción	-2,5% a/a	-0,9% a/a
					14:30	EEUU	Precios de producción suby	0,8% a/a	1,2% a/a
					14:30	EEUU	Demandas de desempleo	615	623
					16:00	EEUU	LEI	0,0%	0,3%
					16:00	EEUU	Fed de Filadelfia	-25	-24,3
					17:00	EEUU	Invent. semanales de crudo		4717

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Mayor caída de la esperada en la producción industrial de enero

Comentario: La producción industrial estadounidense experimentó una contracción en enero del 1,8%, lo que supuso un registro peor de lo esperado (-1,5%). Además, el dato anterior fue revisado cuatro décimas a la baja (hasta -2,4%), lo que ayudó a incrementar el sesgo negativo de la publicación. En términos interanuales, se pasó de -8,2% a -10,0%, lo que significó alcanzar un mínimo histórico de la serie que muestra Bloomberg, la cual comienza en enero de 1980. En términos de utilización de capacidad, se pasó de un 73,3% a un 72,0%, mínimo desde febrero de 1983, añadiendo presión a la baja para los precios e incrementando los riesgos de deflación. En la descomposición del dato se observó como el sector de utilities fue el único que aportó en positivo a la referencia (+2,7%), mientras que la actividad manufacturera (-2,5%) y minera (-1,3%) apoyaron el movimiento final del índice. En este sentido, destacó la producción de vehículos y sus componentes con una contracción del 23,4%, lo cual vuelve a enviar nuevas señales sobre la difícil situación que atraviesa el sector del automóvil en estos momentos, con fuertes caídas de actividad y reducciones de plantilla. Por tipo de productos destacaron los descensos de los bienes de equipo (-3,7% mensual) y de construcción (-3,4%), donde sólo la partida de defensa y espacio reflejó una subida digna de mención (+1,4%). En términos interanuales todos ellos mostraron descensos, en muchos casos de doble dígito.

Las viviendas iniciadas y los permisos de construcción reflejaron sendas caídas en enero

Comentario: El inicio del año 2009 no ha variado en modo alguno la situación del sector inmobiliario estadounidense, que continúa dando muestras de fuerte debilidad. Así, en esta ocasión fue el turno de las viviendas iniciadas y los permisos de construcción del mes de enero, que reflejaron contracciones del 16,8% mensual (56,2% interanual) y del 4,8% mensual (50,5% interanual) respectivamente. De esta forma, se contabilizaron 466.000 viviendas en inicio de construcción y 521.000 nuevas licencias, situándose, en ambos casos, por debajo de las estimaciones del consenso del mercado 529.000 y 525.000 respectivamente. Todos estos datos no hacen más que apoyar los índices de confianza de los constructores en niveles de mínimos históricos, pese a la leve subida que reflejó el día de ayer el registro del NAHB (de 8 a 9) en relación al mes de febrero. De igual forma, sigue adelantando una aportación negativa del mercado inmobiliario al crecimiento, en la misma línea que lleva ofreciendo desde hace mucho tiempo. En las viviendas iniciadas, el componente que más sumó a su caída fue el de pisos con una contracción del 27,9%, aunque, en lo que a los permisos de construcción de refiere, esta clase de viviendas fue la que mejor comportamiento registró con una subida del 1,6% mensual. En cualquier caso, en términos interanuales, todos ellos experimentaron contracciones muy importantes.

Mayor caída de la esperada de los precios de importación en enero

Comentario: Los precios de importación del mes de enero pasaron de un -10,3% interanual a un -12,5%. Ello supuso un registro por debajo de lo esperado por el mercado, que se situaba en un -11,2%. En términos interanuales, la fuerte caída de los precios estuvo concentrada principalmente en la partida de petróleo (-55%) y de suministros industriales (-34,3%). De hecho, descontando el primer componente, los precios habrían descendido tan sólo un 0,6%. Por parte de las exportaciones, la caída fue sensiblemente menor (-3,6%), lo que enviaría buenas sensaciones de cara al resultado de la balanza comercial de enero.

Las actas del último FOMC mostraron el riesgo de una deflación prolongada

Comentario: Las actas del FOMC mostraron un sesgo muy negativo en términos de actividad y de inflación, llevando a rebajar las previsiones de crecimiento y precios e incrementar las de desempleo, principalmente en lo que respecta al año 2009. Así, se esperaba una mayor debilidad del PIB, derivado, entre otros factores, por una falta de consumo que se apoyaba en un mercado laboral en clara tendencia bajista y en la restricción del crédito por parte de las entidades bancarias, además de la caída de los precios de las viviendas y de las cotizaciones de los activos de renta variable. Ello se nota en la evolución de las medidas de inflación que descendieron de manera significativa en relación con las previsiones de octubre, añadiendo un riesgo elevado de un escenario de deflación prolongado. Así, la recuperación de la economía se retrasaría y sería más bien débil, alcanzando un mayor momentum para el año 2011. En relación con la inflación, cabe destacar que los miembros del FOMC se mostraron partidarios de fijar un objetivo de inflación a largo plazo en el 2,0%, medido a través del deflactor del gasto.

	PREVISIONES FED			
	2009	2010	2011	Largo Plazo
PIB	Actual (-1,3% a -0,5%)	Actual (2,5% a 3,3%)	Actual (3,8% a 5,0%)	2,5% a 2,7%
	Prev. Octubre (-0,2% a 1,1%)	Prev. Octubre (2,3% a 3,2%)	Prev. Octubre (2,8% a 3,6%)	
PCE	Actual (0,3% a 1,0%)	Actual (1,0% a 1,5%)	Actual (0,9% a 1,7%)	4,8% a 5,0%
	Prev. Octubre (1,3% a 2,0%)	Prev. Octubre (1,4% a 1,8%)	Prev. Octubre (1,4% a 1,7%)	
PCE subyacente	Actual (0,9% a 1,1%)	Actual (0,8% a 1,5%)	Actual (0,7% a 1,5%)	1,7% a 2,0%
	Prev. Octubre (1,5% a 2,0%)	Prev. Octubre (1,3% a 1,8%)	Prev. Octubre (1,3% a 1,7%)	
Tasa de paro	Actual (8,5% a 8,8%)	Actual (8,0% a 8,3%)	Actual (6,7% a 7,5%)	
	Prev. Octubre (7,1% a 7,6%)	Prev. Octubre (6,5% a 7,3%)	Prev. Octubre (5,5% a 6,3%)	

Zona Euro

El PIB final español del cuarto trimestre del pasado año respetó las estimaciones del consenso

Comentario: El dato final de PIB español del cuarto trimestre del año pasado reflejó una contracción trimestral del 1,0%, lo que supuso situarse en línea con lo que esperaba el mercado. Ello provocó pasar, en términos interanuales, de un 0,9% a un -0,7% (también en línea con lo esperado). En la descomposición se observaron caídas importantes en el consumo (-0,7% trimestral), donde el privado llegó a caer 1,4%. La partida de inversión, por su parte, descendió en un 5,2%, apoyado en la práctica totalidad de los factores que lo forman. Así, la actividad en construcción reflejó un -4,1%, los bienes de capital un -7,5% y otros productos -5,3%. De esta forma, se observa que la debilidad del crecimiento de la economía española ya no sólo se encuentra en el sector inmobiliario, sino que dicho escenario se extiende a casi todas las ramas productivas. Por último, el saldo neto exterior, pudo aportar en positivo al registro, aunque por una mayor contracción de las importaciones que de las exportaciones, muy importantes en ambos casos (-11,9% en el primer caso y -10,1% en el segundo).

Por último, el gasto en construcción de la zona euro del mes de diciembre pasó de un -1,7% mensual a un -2,2%, lo que supuso pasar en términos interanuales de un -5,1% a un -10,1%.

COMPAÑÍAS ESPAÑA

ENDESA / ACCIONA / ENEL



El acuerdo para anticipar la opción de Enel podría estar confirmado.

Comentario. Según información aparecida en prensa, que cita a fuentes solventes, la ruptura entre Enel y Acciona en Endesa podría ser cuestión de horas y ser confirmada mañana durante el consejo de Endesa. Al parecer Acciona exigía contratos de obra civil por 4.000 Mn € y suministro de turbinas por otros 4.000 Mn €, exigencia que Enel habría rechazado. Pese a esto, parece que las partes finalmente podrían haber alcanzado un principio de acuerdo por el cual se valoran los activos renovables de Endesa a 1,48 Mn €/MW, siendo este el principal escollo de la operación. Sí se ha incluido en el precio de la participación del Acciona en Endesa, un suministro de turbinas por importe de 400 Mn €. La financiación por parte de Enel ya estaría cerrada hace tiempo.

Valoración. Pese a que aún no disponemos de ningún tipo de confirmación por parte de ninguna de las compañías afectadas, la operación podría estar cerca de su final, toda vez que los principales problemas que encontrábamos a principios de 2009, la financiación de Enel y la valoración de los activos renovables de Endesa, parece que se encuentran ya resueltos. La valoración de los activos renovables de 1,48 Mn €/MW se encuentra dentro del rango de precios que podemos observar en el mercado, pero en el rango bajo. Esta valoración supondría valorar los activos renovables de Endesa en unos 3.800 Mn €, siempre que no se incluya ninguno de los casi 6.000 MW de potencia hidroeléctrica ordinaria en el acuerdo, tal como han llegado a apuntar algunos rumores. Todavía debemos esperar confirmación por parte de las compañías implicadas, sin embargo parece que la operación comienza a tomar forma. La compañía que en el corto plazo saldría más beneficiada de este acuerdo es Acciona, que verá incrementada significativamente su potencia instalada renovable, su principal negocio, y devolverá su endeudamiento a niveles muy razonables ligeramente inferiores a las 3,0x DN/Ebitda. Desde el punto de vista de Enel, la erosión de su pasivo no será tan acusada gracias a la venta de los activos renovables y el dividendo extraordinario de la venta de activos europeos a E.On, todavía pendiente de distribución. **Recomendación ENDESA: MANTENER, Recomendación ACCIONA: MANTENER, Recomendación ENEL: MANTENER.**

ACS



ACS incrementará al 12,6% su participación directa en Iberdrola.

Comentario. La constructora española, que ha recibido esta semana el visto bueno definitivo para llevar a cabo la venta de su participación de Unión Fenosa a Gas Natural, ha decidido ejecutar el 5,2% del capital social de Iberdrola que hasta ahora la compañía tenía en equity swaps. De esta forma, la constructora pasará a tener de forma directa el 12,6% del capital de la eléctrica, ratificándose así como su principal accionista.

Valoración. Como ya ha venido reiterando la propia compañía con sus movimientos en el sector eléctrico, la apuesta sigue siendo de permanencia en el mismo. Así pues incrementando su posición directa en Iberdrola se reafirma esa estrategia con el objetivo de llegar en un futuro próximo a poder participar en su desarrollo estratégico, lo que no supone novedad alguna ni impacto o cambio en términos de valoración. **Recomendación: MANTENER.**

RESULTADOS EUROPA

ING



Publicación de resultados 2008.

BAI principales unidades de negocio				
Mn €	4T.08	% Var a/a	2008	% Var a/a
Seguros Europa	-186	-152,0%	651	-64,6%
Seguros América	-992	-319,0%	-534	-125,9%
Seguros Asia / Pacífico	-209	-285,4%	116	-79,9%
Centro corporativo	-1.149	-228,2%	-1.469	-189,8%
Total seguros	-2.536	-239,4%	-1.235	-120,2%
Banca Corporativa	-366	-161,9%	609	-70,4%
Banca retail	75	-83,0%	1.691	-29,6%
ING Direct	-1.411	-2025,7%	-1.125	-312,3%
Centro corporativo	-139	-410,9%	-726	2925,0%
Total bancos	-1.841	-259,9%	449	-91,0%
Resultado Neto	-3.711	-249,5%	-729	-107,9%

Comentario. Tras los resultados que la entidad anticipó a finales de enero, ING publicó ayer sus resultados completos caracterizados por fuertes caídas de doble dígito en todas sus áreas de negocio. De esta forma, el beneficio neto se situó en -729 Mn € después de desinversiones, lo que supone unas pérdidas en 4T.08 de -3.711 Mn €. Esas pérdidas recogen la venta del negocio asegurador en Taiwán (292 Mn €) y el cierre de su actividad en Argentina (188 Mn €), por lo que descontado este efecto las pérdidas acumuladas en el ejercicio serían de -171 Mn €. La unidad de banca ha generado un beneficio de 449 Mn € (-1.841 Mn € 4T.08), mientras que la actividad aseguradora registró pérdidas por valor de -1.235 Mn € (-2.536 Mn € 4T.08). ING alude a las duras condiciones de mercado, especialmente complicadas en el 4T.08, a correcciones valorativas en: deuda subprime, Alt-A y CDOs y CLOs (-2.049 Mn €), equity (-686 Mn €) y deuda (-269 Mn €), a reclasificaciones de activos inmobiliarios (-612 Mn €), y finalmente pérdidas en otros activos (-1.530 Mn €), como las principales causas de las pérdidas incurridas. Adicionalmente, cabe destacar que los ratios de capital permanecen sólidos, siendo el Tier 1 de la unidad de banca del 9,3% y su core Tier 1 de 7,3%. ING informó sobre su compromiso de reducir la complejidad del grupo enfocándolo a menos negocios y mercados, seguir tomando medidas para reducir el riesgo de su balance y recortar costes en 1.000 Mn € aproximadamente en 2009.

Valoración. Los resultados publicados por la entidad muestran un fuerte deterioro en todas las unidades de negocio, siendo el área aseguradora la más perjudicada. Sin embargo, hay que tener en cuenta que detrás de estas cifras está el hecho de que el Estado holandés ha alcanzado un acuerdo por el cual cubre el 80% de las hipotecas Alt-A de ING Direct e ING Insurance en EEUU. En términos prácticos esto supone una transferencia de riesgo al Estado a la vez que mantiene la titularidad de los activos en riesgo. Eso es posible mediante un complejo sistema de pagos fijos y variables entre la entidad y el Gobierno holandés. De esa manera ING sólo asume riesgo por el 20% de su cartera viendo además elevados sus ratios de solvencia, ya que estos activos no consumirán capital. Noticia por tanto positiva dentro de lo que es una nacionalización de facto. Los acuerdos tendrán validez y serán visibles ya en las cuentas del 1T.09, con un impacto, según ING, limitado en las mismas. Dado que el nivel de riesgo desaparece notablemente y que la entidad está trabajando para disminuir sus activos en riesgo, reducir costes y complejidad de sus negocios, seguimos apostando por nuestra recomendación de **MANTENER**.

SOCIETE GENERALE



Publicación de resultados 4T.08.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	4T.08	% Var a/a	2008	% Var a/a
Mg.Ordinario	5.495	41,6%	21.857	-0,3%
Gastos operativos	3.969	16,2%	15.528	8,5%
Mg.Explotación	1.525	228,7%	6.337	-16,8%
Provisiones	983	226,6%	2.655	193,4%
Beneficio Neto	87	97,4%	2.010	112,2%

RATIOS RELEVANTES		
Mn €	2008	2007
Eficiencia	71,0%	65,3%
TIER I	8,8%	8,0%
ROE	6,4%	3,6%

BENEFICIO NETO POR UNIDAD		
Mn €	4T.08	% Var a/a
Francia Retail	1.296	-5,7%
Retail Internacional	609	-11,2%
Servicios Financieros	469	-21,8%
Global Investment Management	104	-84,0%
Banca de Inversión y Corporativa	- 235	-89,4%
Centro Corporativo	- 233	60,7%
TOTAL	2.010	112,2%

Comentario. La entidad presentó ayer los resultados correspondientes al ejercicio 2008 en el que obtuvo un beneficio de 2.010 Mn € muy en línea con las estimaciones del consenso. Hay que tener en cuenta que en el ejercicio 2007, tuvo que registrar unas pérdidas extraordinarias por importe de 4.911 Mn € relacionadas con las inversiones no autorizadas llevadas a cabo por Kerviel, lo que hace que las comparaciones con el ejercicio anterior, en cuanto a beneficio neto se refiere se vean distorsionadas por este efecto. Adicionalmente, cabe destacar que SG se ha beneficiado en este 4T.08 de las reclasificaciones permitidas por la IAS 39, evitando de esta forma la contabilización de menores ingresos por importe de 1.500 Mn €. A nivel consolidado, el margen ordinario ha mantenido un comportamiento muy estable respecto del ejercicio anterior (-0,3% a/a) a pesar del complicado marco económico actual. Por su parte, los gastos operativos se han visto incrementados un +8,5% como consecuencia de las inversiones realizadas durante el ejercicio relacionadas con el crecimiento orgánico de la entidad, principalmente en el área de retail internacional y a la inversión en la mejora de las infraestructuras de control del riesgo. Por su parte la dotación de provisiones ha aumentado en más de un 190% respecto de 2007, debido en gran parte al mal comportamiento de la unidad de Banca de Inversión, muy afectada por la quiebra de Lehman y de otras instituciones financieras además de la situación del sector inmobiliario. Las áreas de negocio de banca retail (core business de la entidad) han sido las mejor paradas en este año. En Francia, los márgenes han mantenido una evolución positiva mejorando ligeramente el ratio de eficiencia respecto del ejercicio anterior (65% vs 65,2% en 2007). El área retail internacional también ha presentado una buena evolución a lo largo del año, con un incremento en su margen de explotación del +52,5% respecto de 2007, que como consecuencia de la contabilización de 300 Mn € en concepto de depreciación de sus activos en Rusia donde SG se ha convertido en el principal accionista de Rosbank, ha derivado en 609 Mn € de beneficio vs 686 registrados en 2007 (-11,2%). La unidad de Banca de Inversión ha sido la que más se ha visto perjudicada por la situación actual de los mercados, registrando unas pérdidas en el ejercicio de -235 Mn €. Gestión de activos también ha tenido un mal año con una caída en resultados del -84% (104 Mn € vs 652 Mn € en 2007). Con el objetivo de mejorar la actuación de esta área, SG acordó con Credit Agricole la fusión de sus negocios de gestión de activos y se espera que la entidad que surja de esta unión esté operativa para la segunda mitad de 2009.

Valoración. A primera vista, observamos unos resultados bastante positivos dado el complejo marco económico actual. Por una parte, resulta muy positiva la evolución mantenida por la unidad de Retail en Francia donde los márgenes han seguido mostrando una tendencia positiva, lo que nos proporciona cierto optimismo en cuanto a su evolución en 2009. Sin embargo tenemos ciertas dudas en cuanto a la evolución futura de la unidad de banca retail internacional, con importantes inversiones en Rusia, Rumanía y República Checa que parece que empiezan a mostrar signos de deterioro en sus economías y por ello menos posibilidades de crecimiento para SG. Adicionalmente, la unidad de Banca de Inversión también se ha visto fuertemente dañada por la situación macro y la gran volatilidad de los mercados. En cuanto a los ratios de capital, no vemos grandes problemas. El Core Tier I se sitúa en un 6,7% muy cercano al 7% requerido por el mercado y debemos tener en cuenta las medidas establecidas por el gobierno francés en cuanto a recapitalizaciones en el sector financiero. SG anunció contracorriente del sector un incremento del +33% en su dividendo hasta 1,2 € por acción en 2008 (Div Yield 5,3%) vs 0,9 €/acc. repartido en 2007. Como consecuencia del marco económico actual y de la incertidumbre que nos despierta la evolución de importantes áreas de negocio de la entidad, seguimos manteniendo nuestra recomendación de **VENDER.**