

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.357,50	1,91
EUROSTOXX 50	1.943,46	4,22
FTSE 100	3.645,87	3,81
DAX 30	3.890,94	5,42
CAC 40	2.675,68	4,74
DOW JONES	6.875,84	2,23
S&P	712,87	2,38
NASDAQ	1.353,74	2,48
NIKKEI	7.433,49	1,95

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.349,50	1,72
BRENT	45,75	5,39
BUND ALEM	123,26	-0,67
TREASURY 10A	120,53	-0,36

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2588	1,2518
USD/JPY	99,43	98,53

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	1,09	1,16
USA	1,25	1,27

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,30	2,28	1,96
5-10	0,98	0,99	0,96
10-30	0,41	0,34	0,72

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,93	1,93	0,76	0,03
5 ^A	3,25	3,22	1,07	-0,50
10 ^A	4,23	4,21	1,09	-0,76
30 ^A	4,64	4,55	0,78	-1,10

INDICE FONDOS INVERSIÓN

ENERO	2009
-0,59	-0,59%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,61	1,62
J09	1,41	1,42
S09	1,44	1,45
D09	1,61	1,63

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
STATOIL	Aa2 / AA-	4,375	6 a	+150
STATOIL	Aa2 / AA.	5,625	12 a	+210
RZB	Aaa / AAA	3,0	3 a	+85
COM MADRID	Aa1 / AA+	4,305	5 a	+160
ASS. GENERALI	A1 / AA-	4,875	5,5 a	+195
METRO	Baa2 / BBB*	7,625	6 a	+470
CAIXA CATAL	Aaa/AAA(F)	3,0	3 a	+75
TELIA SONERA	A3 / A-	5,125	5 a	+250
DEUTSCHE BAHN	Aa1 / AA	4,875	10 a	+150
SFEF	Aaa / AAA	2,375	3 a	+15

PERSPECTIVAS DE MERCADO

SESIÓN ANTERIOR

El plan de estímulo chino fue acogido por los mercados de forma muy positiva. Así, tanto la bolsa europea como la española terminaron con alzas abandonando los mínimos alcanzados en la sesión anterior, no en vano también fueron impulsados por una buena apertura en el mercado estadounidense. En el parqué español el valor más destacado fue TRE (+5,9%), seguido de las constructoras FER (+5,7%) y SYV (+4,8%). Buen comportamiento también para REP (+4,5%), IBE (+4,2%) y los bancos POP (+4,6%) y SAN (+3,9%). Entre los que no se vieron incluidos en las subidas OHL (-3,9%), ITX (-3,3%), TL5 (-1,6%) y CRI (-1,4%).

Los avances fueron de mayor magnitud para el selectivo europeo. Los avances los condujo Arcelor Mittal (+12,4%), la constructora Vinci (+11,6%) tras anunciar sus datos completos de final de año, también subieron las industriales Alstom (+11,5%), Schneider (+9,2%) y Saint Gobain (+9%). Tan sólo cuatro valores se quedaron en negativo, Fortis (-7%), Carrefour (-2,7%), Creti Agricole (-1,5%), tras presentar unos resultados poco convincentes, y L'Oreal (-0,6%).

La posibilidad de un nuevo plan de impulso económico en China, junto con rumores de un próximo acuerdo entre los legisladores estadounidenses que pueda contener los impagos hipotecarios provocaron un fuerte movimiento al alza de la curva de rentabilidades en EE.UU. y zona euro, además de apoyar una fuerte subida de las bolsas. En la zona euro dicho movimiento estuvo concentrado en el tramo largo ya que el corto se mantuvo anclado, después de que un miembro del BCE (Orphanides) mostrase cierta disposición a seguir una política monetaria de tipos al 0,0%.

Compañía	Agencia	Rating actual	Rating anterior
Banco Popular	S&P	A+ (NEG)	AA-
Banco Sabadell	S&P	A (STBL)	A+
Caja Madrid	S&P	A (NEG)	A+
Ibercaja	S&P	A (STBL)	A+
Santander (y filiales)	S&P	AA (NEG)	AA
BBVA	S&P	AA (NEG)	AA
BoA (y filiales)	Moody's	A1 (-)	A1
JP Morgan	Moody's	Aa3 (NEG)	Aa3
Wells Fargo y Wachovia	Moody's	Aa3 (-)	Aa3
Deutsche Postbank	Moody's	Aa3 (-)	Aa2
Meliorbanca	Fitch	BBB+	BB

PREVISIONES PARA EL DIA

La atención en el día de hoy estará puesta en los bancos centrales con el BCE y el BoE anunciando su decisión sobre los tipos de intervención. Así, es de esperar un recorte de 50 puntos básicos en ambos casos, lo que dejaría las referencias en un 1,50% y 0,5% respectivamente. En cualquier caso, lo más destacado será la comparecencia de Trichet tras el anuncio de tipos (14:30) donde el presidente del BCE ofrecerá nuevas señales de la visión de la economía del Consejo, además de nuevas previsiones de crecimiento e inflación, en base a lo cual, se podrían anticipar mayores recortes en los próximos meses.

En materia de comparecencias lo más relevante será la ya comentada de Trichet. En EE.UU. volverá a hablar Geithner (16:00), Kohn (16:00) y Lockhart (18:45).

El mercado estará muy pendiente de las declaraciones de Trichet y la posibilidad de que su discurso abra las puertas a mayores recortes de tipos (para ello las nuevas previsiones de crecimiento e inflación del staff pueden tener una especial importancia). En realidad el mercado ya se ha posicionado en ese escenario, pero dicho sesgo podría ser recogido por el mismo con alguna compra de deuda. El movimiento más intenso sería el contrario ya que supondría un cambio bastante importante en materia de expectativas, aunque este último no sería nuestro escenario base.

ANÁLISIS TÉCNICO

➤ IBEX 35	➤ BUND (Mar 09)
✓ Resistencia: 10.950	✓ Resistencia: 125,55 / 126,007 / 126,53
✓ Soporte: 7.600	✓ Soporte: 122,60 / 121,55 / 120,17

AGENDA MACROECONÓMICA

HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
8:00	Alem	Ventas al por menor	-0,7% a/a	-0,3% a/a
8:50	Fran	Precios de producción	-0,4% a/a	0,0% a/a
9:00	Esp	Producción industrial	-20,2% a/a	-19,6% a/a
11:00	UME	PIB (2ª Est)	-1,5% t/t	-1,5% t/t
13:00	UK	Anuncio de tipos BoE	0,5%	1,0%
13:45	UME	Anuncio de tipos BCE	1,5%	2,0%
14:30	EEUU	Productividad	1,1% t/t	3,2% t/t
14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	3,8% t/t	1,8% t/t
14:30	EEUU	Demandas de desempleo (m)	650	667
16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	-3,5%	-3,9%

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Menor caída de la esperada del ISM de servicios en el mes de febrero

Comentario: El ISM de servicios del mes de febrero descendió desde 42,9 hasta 41,6 situándose seis décimas por encima de lo esperado por el consenso del mercado. Pese al cierto sesgo positivo del dato, al no caer todo lo que se manejaba en un principio, la descomposición del índice siguió ofreciendo señales de un entorno muy complicado con descensos relevantes en muchas de las partidas importantes. Así, el componente de actividad de negocio pasó de 44,2 a 40,2, el de nuevos pedidos de 41,6 a 40,7 y el de pedidos pendientes de 37,5 a 36,5. Con estos datos que reflejan una falta importante de demanda, no se de extrañar con la partida de sentimiento de inventarios pasase de 62,5 a 66,5, reflejando una acumulación de los mismos. En el lado más positivo, destacó el empleo (de 34,4 a 37,3) y los precios pagados que pasaron de 42,5 a 48,1.

El Libro Beige de la Fed siguió reflejando la espiral bajista de la economía

Comentario: El Libro Beige de la Fed siguió profundizando en las expectativas de mayor debilitamiento de la economía. De esta forma, la autoridad monetaria observó mayores colectivos que se han visto afectados por la recesión, como en este caso pudo ser el de granjeros, que empiezan a notar la caída de la demanda global de productos asociados a la actividad. Solamente los sectores de alimentación y droguería (ambos sectores bastante defensivos al tratarse de productos de primera necesidad) muestran un comportamiento relativo algo más positivo al resto. Así, el inmobiliario continuó con su tendencia descendente. En materia de restricción de crédito el panorama varió relativamente poco, con los bancos manteniendo unos estándares muy elevados y sin reducirlos en gran medida y con una demanda para la concesión de préstamos al consumo y empresariales en tendencia a la baja.

Ayer también se publicaron referencias que tratan de enviar señales sobre el posible resultado del informe de empleo estadounidense que se publicará el viernes. Así, el índice de recortes de empleos de grandes empresas subió en un 158,49% y la creación de empleo ADP se situó en una destrucción de puestos de trabajo por el sector privado de 697.000 personas.

Zona euro

Revisión al alza del PMI de servicios de la zona euro en su registro final de febrero

Comentario: El PMI de servicios del mes de febrero se saldó con un registro de 39,2 desde el 38,9 que reflejó su dato preliminar. De esta forma, el nivel se situó por encima de lo esperado por el consenso que manejaba un mantenimiento en los niveles de la primera estimación. Pese a todo, el registro muestra un entorno de contracción muy importante del sector.

RESULTADOS EUROPA

CRÉDIT AGRICOLE



Presentación de resultados 2008.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	4T.08	% Var a/a	2008	% Var a/a
Margen Ordinario	4.598	91,1%	15.956	-4,8%
Gastos de Explot.	(3.146)	-5,7%	(12.635)	-0,7%
Margen Explotación	1.452	-256,1%	3.321	-18,0%
Provisiones	(1.614)	35,9%	(3.165)	66,8%
Beneficio Neto	(309)	-63,9%	1.024	-74,7%

Comentario. Credit Agricole presentó ayer los resultados relativos al cierre del ejercicio 2008 en los que observamos un beneficio neto de 1.024 Mn €, por debajo de la cifra estimada por el consenso (1.314 Mn €), que suponen una caída del -74,7% respecto del resultado registrado en el ejercicio anterior. Al deterioro general de los márgenes hay que añadirle el efecto de las elevadas provisiones dotadas a lo largo del periodo que ascienden a 3.165 Mn €. Las mayores dotaciones corresponden a las dotadas en el área de Corporate y Banca de Inversión (1.310 Mn €), en el área de banca retail internacional (880 Mn €) como consecuencia fundamentalmente de la precaria situación de Emporiki en Grecia y a las dotaciones en el área de Consumer Finance (627 Mn €). Cabe destacar el esfuerzo realizado por ACA con el fin de reducir sus gastos de explotación mediante reducciones de plantilla, de retribuciones a sus directivos y de otros costes variables. Adicionalmente, la entidad se vió perjudicada por la menor contribución a su resultado de las entidades consolidadas por puesta en equivalencia que ascendió a 868 Mn € vs 1.269 Mn € registrados en el ejercicio anterior, consecuencia del peor comportamiento del Banco Espíritu Santo y a la contribución negativa de Bankinter (ACA posee el 23% de dicha entidad) con -98 Mn €. ACA comunicó que en los últimos meses ha reforzado su posición en Bankinter adquiriendo un 3% adicional al que ya tenía. Recordamos que cuenta con autorización del Banco de España para sobrepasar el umbral del 25%.

Por unidades de negocio, en el negocio **minorista en Francia** hemos observado caídas en el área de Bancas Regionales, que alcanzó los 581 Mn € en el ejercicio (-25,4%), mientras que la unidad de LCL se mantiene estable con un beneficio neto de 691 Mn €, lo que supone un incremento del +1,7% excluyendo el efecto de la implantación del plan de competitividad llevado a cabo en el ejercicio 2007, ya que de no considerarse este efecto, la variación sería del +24,9%. En la red **minorista internacional**, la entidad ha registrado unas pérdidas de -420 Mn € vs 460 Mn € de beneficio registrados en el ejercicio anterior. Estas fuertes pérdidas se deben fundamentalmente al negocio bancario en Grecia que ha contabilizado unas pérdidas en el año de -616 Mn €, a pesar del buen comportamiento de Italia a través de Cariparma Friuladria, cuya aportación en beneficios al grupo ha sido de 235 Mn € (+19,5% a/a). ACA ha comunicado que está tomando medidas para llevar a cabo la recapitalización de Emporiki con la emisión de 850 Mn € en acciones, con el fin de fortalecer su balance para afrontar la complicada situación que se espera para 2009. El área de **Gestión de Activos** tampoco ha registrado un buen comportamiento, con una caída en beneficio neto del -26,7% (alcanzando los 1.392 Mn €), como consecuencia de la pérdida de activos gestionados. Por último, la unidad de **Banca de Inversión** ha sido la más perjudicada por el marco económico actual registrando unas pérdidas de -1.924 Mn € en 2008, que incluyen pérdidas por depreciación de activos relacionados con hipotecas americanas de alto riesgo por importe de 800 Mn €. Credit Agricole se encuentra en proceso de reestructuración de este área de negocio en el que tiene previsto recortar unos 500 puestos de trabajo además de reducir de forma significativa su riesgo.

Valoración. Los resultados presentados no nos inspiran grandes alegrías y nos hacen esperar una situación aún más complicada de cara a 2009. A pesar de que la entidad ha recalorado que sus ratios de capital son de los más elevados entre sus competidores (Tier 1 del 9,1% y Core Tier 1 del 8,0%, tras la ampliación de capital realizada después de verano) y que ACA repartirá un dividendo de 0,45 €/acc vs 1,2 €/acc repartidos en 2008 y que la entidad dará la opción para percibirlos en caja o mediante nuevas acciones, no nos es suficiente para tener una imagen positiva sobre la entidad. Una red minorista francesa con escaso crecimiento y una red minorista internacional en la que Grecia no ha añadido ningún tipo de valor, sino todo lo contrario, y en el que Italia actúa como principal motor, dan una imagen no demasiado positiva de sus últimas adquisiciones. La tasa de mora, que ya alcanza el 3%, seguirá aumentando, mientras que su nivel de cobertura es sólo el 69,7%. Si a esto le sumamos la importante repercusión del entorno económico en las áreas de Banca de Inversión y Gestión de Activos actualmente en proceso de reestructuración, nos hace mantenemos nuestra recomendación de **VENDER**.

FRANCE TELECOM



Publicación de Resultados 2008.

CUENTA DE RESULTADOS

	2008	2007	% Var.
Cifra de Ventas	53.488	52.959	1,0%
Personal	29.477	29.119	1,2%
Home	22.951	22.671	1,2%
Enterprise	7.778	7.721	0,7%
GOM	19.399	19.116	1,5%
<i>Mg. GOM</i>	36,3%	36,1%	
Personal	10.103	9.977	1,3%
Home	7.732	7.799	-0,9%
Enterprise	1.564	1.343	16,5%
Beneficio Operativo	10.272	10.799	-4,9%
<i>Mg Ebit</i>	20,2%	20,4%	
Beneficio Neto	4.069	6.300	-35,4%
<i>Mg Neto</i>	7,6%	11,9%	
BPA	1,56	2,42	-35,4%
DPA	1,40	1,65	-15,3%
DN	35.859	37.980	-5,6%
CAPEX	6.867	6.979	-1,6%

Comentario. La operadora gala volvió a mostrar un alto grado de estabilidad en sus cifras, registrando en sus negocios suaves crecimientos. El número total de clientes de la compañía creció un +7%, con especial relevancia en los clientes de banda ancha y móvil. En el negocio de Personal Communication Services destacó el negocio en Francia, que sin embargo fue minorado por el efecto de UK, que no funcionó bien en este segmento. Estabilidad en España y crecimiento de doble dígito en Polonia. Estabilidad en Home en todos sus mercados, donde la operadora mostró suaves crecimientos. Ligeramente mejor de lo esperado en el negocio de Enterprise. La compañía francesa también aprovechó la presentación para remarcar sus objetivos de cara a 2009 y con miras también de cara a 2012. La compañía espera poder mantener su flujo de caja orgánico en niveles superiores a 8.000 Mn €. Asimismo se compromete a mantener un ratio de Capex/Ventas en niveles de 12%/13%. El nivel máximo de endeudamiento le sitúa en 2,0x Ebitda y la compañía espera poder ahorrar 1.500 Mn € anuales en planes de ahorro de costes y mejoras de eficiencia.

Valoración. Ninguna sorpresa en las cifras de France Telecom, ni en las cifras ni en las guías a corto y medio plazo. Estabilidad en el plano operativo, adecuado control de la Deuda y del Capex y solidez en la generación de caja operativa. La caída en el Ebit y en el Beneficio Neto no son preocupantes puesto que se deben a correcciones valorativas del fondo de comercio y algunos costes de reestructuración debido a las compras y ventas de este año, por lo que no afecta a los recursos operativos de la compañía. La compañía francesa cotiza a múltiplos poco exigentes y muestra solidez. Buena rentabilidad por dividendo (DY 09E 8%), que no vemos comprometido para 2009. **Recomendación: COMPRAR.**



Presentación de resultados 2008.

Ventas Total	2007	2008	Actual
Concesiones	5.693	5.794	1,8%
Energía	4.301	4.614	7,3%
Eurovía	7.706	8.183	6,2%
Construcción	13.653	15.722	15,2%
ajustes	-479	-384	n.a
Total	30.874	33.929	9,9%

Ebit	2007	2008	Actual
Concesiones	1.751	1.966	12,3%
Mg Ebit	30,8%	33,9%	n.a
Energía	229	245	7,0%
Mg Ebit	5,3%	5,3%	n.a
Eurovía	392	346	-11,7%
Mg Ebit	5,1%	4,2%	n.a
Construcción	668	773	15,7%
Mg Ebit	4,9%	4,9%	n.a
ajustes	76	48	n.a
Total	3.116	3.378	8,4%
Mg Ebit	10,1%	10,0%	

Comentario. Vinci publicó sus resultados completos tras haber anticipado sus cifras de ventas el pasado 4 de febrero cuyo crecimiento (+9,9%) se vio apoyado por las últimas adquisiciones realizadas (Eurovía Travaux Ferroviaires y Taylor Woodrow Construction entre otras). La compañía constató la fortaleza de todas sus líneas de negocio excepto la de Eurovía, cuya evolución se ha visto castigada por la caída de la demanda en Francia. Ello ha provocado que este área de negocio haya visto reducido sus márgenes sensiblemente (5,1% 2007 vs 4,2% 2008). A pesar de ello, Vinci se constituye como una de las constructoras europeas que quizás menos haya sufrido la crisis que el sector atraviesa, basando su actividad en negocios consolidados, con un fuerte protagonismo de los proyectos de obra civil y con una estabilidad en su división de Energía que proporciona una elevada visibilidad al Grupo. Con estos ingredientes Vinci ha conseguido mantener su margen Ebit en el 10%, lo que da muestra de la capacidad de la compañía para adaptarse al mal comportamiento de la demanda del sector en 2008. Concesiones representa ya el 58% del Ebit total del Grupo ya que, a pesar de la caída del tráfico que han sufrido sus activos, sobre todo en la segunda mitad del año, la compañía ha sabido contrarrestarlo mediante una reducción de sus costes operativos. Vinci cierra 2008 con cartera de pedidos que se incrementa en un +8% respecto a 2007 y con un ratio DN/Ebitda de 4,5x.

Valoración. Los resultados de Vinci vuelven a poner de manifiesto el liderazgo de la constructora francesa en el sector, tanto por su volumen de facturación como por la solidez de su negocio vía márgenes. A pesar de ello, seguimos percibiendo numerosos aspectos derivados de la profunda crisis que viven las economías mundiales en general y el sector construcción en particular, que pueden afectar negativamente a la compañía de cara al presente ejercicio, por esta razón queremos mostrarnos prudentes en cuanto a su evolución. Seguimos pensando que el sector aún sufrirá castigo en 2009 y a pesar de la buena gestión demostrada por Vinci consideramos que la exposición al ciclo de la compañía sigue siendo elevada como para impedirnos ser excesivamente optimistas. **Recomendación: MANTENER.**