

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.740,60	1,08
EUROSTOXX 50	2.429,94	1,22
FTSE 100	4.169,21	-0,31
DAX 30	4.649,52	0,62
CAC 40	3.269,46	1,10
DOW JONES	8.835,25	6,67
S&P	911,29	6,92
NASDAQ	1.596,70	6,50
NIKKEI	8.462,39	2,72

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.745,00	0,73
BRENT	55,80	9,20
BUND ALEM	118,33	-0,11
TREASURY 10A	116,34	-0,36

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2726	1,2477
USD/JPY	97,14	95,72

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,56	0,55
USA	0,38	0,46

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	1,36	1,32	1,37
5-10	0,81	0,81	0,79
10-30	0,67	0,62	0,69

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	2,84	2,86	0,58	0,56
5 ^A	3,39	3,37	0,53	0,38
10 ^A	4,20	4,18	0,56	0,05
30 ^A	4,87	4,80	0,53	-0,64

INDICE FONDOS INVERSIÓN

	SEPTIEMBRE	2008
	-2,08	-4,83%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
D08	3,63	3,56
M09	2,87	2,81
J09	2,75	2,68
S09	2,75	2,67

Datos seleccionados a las 7:50 AM
ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD
ENBW	A2 / A-	6,0	5 a	+230
ENBW	A2 / A	6,875	10 a	+270
BMW	A2 (NEG) / A	8,875	5 a	+525
IBERDROLA	A3 / A-	6,375	3 a	+290
IBERDROLA	A3 / A-	7,50	7 a	+365
SFEF	Aaa / AAA	3,5	3 a	+5
RWE	A1 / A	6,625	10 a	+255
RWE	A1 / A	6,625	5 a	+215
SCHIPHOL	A1 / A - *	6,625	5 a	+300

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

El Ibex 35 rompió ayer la tendencia negativa registrada en las tres últimas jornadas y cerró en positivo. El mayor ascenso correspondió a IDR (5,2%), IBLA (+4,1%) a pesar de los malos resultados publicados ayer, ACX (+3,8%) y TRE (+2,1%). Desde el lado de las ventas encontramos a FCC (-3,7%) que fue la más perjudicada en el día de ayer seguida de ABG (-3,2%) que cayó a pesar de comunicar un crecimiento en sus beneficios. Otros valores que también cerraron en negativo fueron GAS (-2,9%), GRF (-2,8%) y SAN (-2,6%).

También en Europa observamos avances, siendo los valores que más subieron Alstom (+5,4%), GDF Suez (+4,9%) que publicó una buena cifra de ventas y Siemens (+4,6%) que presentó ayer sus resultados del tercer trimestre. Otros valores que también subieron fueron SAN (+4,4%), Fortis (+4,0%) tras sus continuas caídas y el comunicado de que adelantará resultados al cierre de los mercados de hoy y Unicredit (+4,0%). Las entidades financieras y aseguradoras fueron las más penalizadas de la sesión. Société Generale (-6,1%), Credit Agricole (-3,6%) que presentó unos malos resultados trimestrales, Deutsche Bank (-3,2%), Allianz (-3,0%), ING (-2,6%), Munich Re (-1,8%) y AXA (-1,6%).

La fortaleza de las bolsas en el tramo final de la jornada ayudó a que el cómputo global de la sesión en la deuda pública fuese de leve tensionamiento de las rentabilidades en las curvas europea y estadounidense. En la primera de ellas, dicho tensionamiento estuvo más concentrado en los tramos más largos ayudando a que se produjese un aumento en la pendiente. Destacamos el incremento de las rentabilidades implícitas en los futuros del Euribor a tres meses en la práctica totalidad de los vencimientos. Esto puede ser como consecuencia de un aumento del nerviosismo del mercado como resultado del cambio de las condiciones de funcionamiento del TARP estadounidense. Así, el mercado puede empezar a descontar un espacio de tiempo algo mayor antes de alcanzar la normalización monetaria, si bien es importante decir que el nivel actual de las TIRES no varía demasiado el escenario que descontaba anteriormente.

En ratings destacó cómo Fitch rebajó a LeasePlan desde A hasta A-.

PREVISIONES PARA EL DÍA

Hoy se conocerán las referencias más importantes de la semana, con los datos preliminares de PIB del tercer trimestre del año de España, Francia y la zona euro, además de los registros finales de precios al consumo de octubre de esta última economía. En EE.UU. los datos más destacados serán las ventas al por menor de octubre y la confianza del consumidor por la Universidad de Michigan en su referencia preliminar de noviembre.

En materia de comparecencias habrá que prestar atención a la conjunta de Trichet y Bernanke (14:30), junto con otros representantes de los principales bancos centrales, donde el tema principal será la coordinación en política monetaria. En cualquier caso, el mercado puede empezar a trasladar su atención al comunicado conjunto del G20 que se pueda dar a conocer el fin de semana.

El resultado que esperamos de las referencias macroeconómicas, junto co la posibilidad de un mensaje bajista en tipos en las comparecencias que se puedan producir (principalmente de Trichet), podría propiciar una relajación de las TIRES en la sesión. Si bien, una vez más, las noticias corporativas pueden tener un peso importante en el movimiento de las curvas.

ANÁLISIS TÉCNICO

- **IBEX 35**
- ✓ **Resistencia:** 10.950
- ✓ **Soporte:** 7.600
- **BUND (Dic 08)**
- ✓ **Resistencia:** 117,80 / 118,00 / 118,26
- ✓ **Soporte:** 116,75 / 116,00 / 115,81

AGENDA MACROECONÓMICA

HORA	PAÍS	INDICADOR	PREV.	ULT.
8:00	Alem	Precios al consumo		2,4% a/a
8:00	Alem	Precios al consumo armon		2,5% a/a
8:45	Fran	PIB (P)	-0,1% t/t	-0,3% t/t
9:00	Esp	PIB (P)	-0,2% t/t	0,1% t/t
11:00	UME	PIB (P)	-0,2% t/t	-0,2% t/t
11:00	UME	Precios al consumo	3,2% a/a	3,6% a/a
11:00	UME	Precios al consumo suby	1,9% a/a	1,9% a/a
14:30	EEUU	Ventas al por menor	-2,3%	-1,2%
14:30	EEUU	Ventas al por menor ex autos	-1,4%	-1,2%
14:30	EEUU	Precios de importación	8,2% a/a	14,5% a/a
16:00	EEUU	Conf. Consum. Univ. Michigan (P)	58	56,2
16:00	EEUU	Inventarios de negocio	-0,1%	0,3%

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Mayor contracción de la esperada de la balanza comercial estadounidense en el mes de septiembre

Comentario: El déficit comercial estadounidense del mes de septiembre experimentó una reducción levemente superior a la esperada pasando de 59.100 millones de dólares a 56.500 cuando se esperaba un registro de 57.000. Ello se produjo después de que las exportaciones descendiesen de manera acusada (6,0% mensual) lo que significó una caída algo superior a la de las importaciones (-5,6%). Ello hizo que en términos netos el dato pueda ayudar al crecimiento vía sector exterior, aunque refleja de manera muy clara un deterioro del comercio exterior.

Ayer también se publicaron las demandas de desempleo relativas a la semana anterior, con un registro muy negativo ya que pasaron de 484.000 a 516.000 (se esperaban 480.000). En materia de número de personas que reciben ayudas por desempleo el sesgo no fue mucho mejor ya que se llegaron a contabilizar 3.897.000 cuando se manejaban 3.825.000.

Zona Euro

El informe mensual del BCE siguió resaltando los riesgos para el crecimiento

Comentario: El informe mensual del BCE continuó resaltando los riesgos para el crecimiento ante la posibilidad de que la actual crisis financiera pueda afectar de manera negativa a los componentes de la demanda agregada durante un periodo de tiempo más elevado de lo que se esperaba en un principio. De igual forma, ese efecto sobre la demanda y un precio del crudo en los niveles actuales ayudan a rebajar de manera considerable los riesgos inflacionistas, aunque dichos riesgos todavía no habrían desaparecido del todo.

Menor desaceleración de la esperada de los precios al consumo franceses de octubre

Comentario: Los precios al consumo franceses del mes de octubre experimentaron una desaceleración importante con respecto al mes de septiembre, pese a lo cual el resultado final, tanto en términos generales como armonizados, se situó por encima de lo que se esperaba. Así, la inflación general pasó de un 3,0% a un 2,7% (se esperaba un 2,6%) y la armonizada los hizo de un 3,3% a un 3,0% cuando se manejaba un registro del 2,9%. Uno de los principales componentes que ayudó de manera destacada a que se produjese dicha desaceleración fue el de energía que pasó de crecer un 14,2% interanual a hacerlo en un 9,1%. En la media que los niveles de crudo se mantengan en los actuales, es de esperar que esa tendencia continúe en los próximos meses e incluso pueda llegar a aportar en negativo en un periodo de tiempo no demasiado lejano.

Ayer también se publicó el registro preliminar de PIB alemán del tercer trimestre del año con una contracción del 0,5% trimestral cuando se manejaba una caída del 0,2%. De esta forma, se repitió el resultado del trimestre anterior con lo cual la economía alemana habría experimentado dos trimestres consecutivos con reducciones en su nivel de crecimiento. En términos interanuales ello se tradujo en una reacceleración desde el 1,7% hasta el 0,8%. Al ser registro preliminar no se publicó una desagregación del índice, aunque es de esperar que sea muy negativa.

COMPañÍAS ESPAÑA

SACYR



Sacyr podría cerrar de forma inminente la venta de Itínere.

Comentario. Según información publicada en prensa, la constructora española podría haber cerrado la venta de su filial de concesiones al fondo de infraestructuras de Citigroup por un importe de 7.500 Mn € donde quedarían incluidos los cerca de 5.013,1 Mn € correspondientes a la deuda actual de la compañía. Dentro de esta operación podrían jugar un papel importante Abertis y Atlantia, ya que se harían con activos por importe de 600 y 400 Mn € respectivamente.

Valoración. A falta de que Sacyr confirme la operación, no nos sorprendería que la venta de Itínere pudiera cerrarse de forma inminente. La fallida OPV de la compañía meses atrás y la urgente necesidad de reducir el elevado endeudamiento de Sacyr hacían más que previsible esta desinversión de sus activos de concesiones. Si finalmente llegara a concretarse este precio de venta, supondría aplicar un múltiplo EV/Ebitda próximo a las 18x. No nos parece una buena operación en cuanto que pensamos que el negocio de concesiones de Sacyr le reporta importantes flujos de caja y una gran visibilidad dado el carácter recurrente del mismo. Sin embargo, el elevado endeudamiento de la compañía hacía prácticamente imprescindible que Sacyr vendiera algunos de sus activos, por lo que esta entrada de caja será un importante balón de oxígeno para el balance de la compañía. A esta operación debemos sumar la posible venta de su participación del 20% en Repsol, tal como ha confirmado la compañía, y la posibilidad de la venta de su negocio de servicios gestionados por Valoriza. Por tanto, estaremos expectantes a como se desarrolle este proceso de desinversiones de Sacyr que afectará de forma importante a su perímetro de consolidación. **Recomendación: MANTENER.**

RESULTADOS ESPAÑA

CINTRA



Publicación de cifras de tráfico de octubre.

Datos de IMD	Mensual			Acumulado año		
	oct-08	oct-08	% Var	2008	2007	% Var
Ausol I	17.642	20.762	-15,0%	20.441	21.996	-7,1%
Ausol II	17.327	20.005	-13,4%	19.902	21.612	-7,9%
Autema	24.713	26.753	-7,6%	23.619	23.693	-0,3%
Radial 4	8.935	11.696	-23,6%	11.111	11.804	-5,9%
Madrid-Levante	3.673	4.233	-13,2%	5.238	4.968	5,4%
Skyway	46.096	49.583	-7,0%	45.320	50.134	-9,6%
ITR	29.387	32.310	-9,0%	29.523	32.019	-7,8%
M4-M6	26.007	26.142	-0,5%	25.724	24.561	4,7%
407 ETR						
Vehículos x km	207.458.094	214.963.110	-3,5%	1.899.780.971	1.888.277.558	0,6%
Viajes diarios	334.342	338.440	-1,2%	313.464	309.186	1,4%

Comentario. A los efectos del calendario, importantes en España por las festividades del 12 de octubre y 1 de noviembre, hay que sumar los ya de sobra conocidos (desaceleración económica, incremento de tarifas, condiciones climáticas y otros extraordinarios). En concreto, las autopistas más afectadas por el efecto del calendario son Ausol, restando un 2% al tráfico de Ausol I y un 2,5% de Ausol II durante este año. Cintra señala en su comunicado que los ingresos mensuales USD de la Chicago Skyway aumentan un +21,5% y en la Indiana Toll Road un +2,3% mientras que los de la 407-ETR caen un -3,5%.

Valoración. Malos datos, que siguen en la tendencia de empeoramiento que venimos viendo en el año. Recordamos que la caída de tráfico, aun siendo muy importante, no se está trasladando de manera tan visible a resultados como pudiera parecer debido al incremento de tarifas llevado a cabo en el año. Ese es el argumento que está dando soporte a sus resultados y a sus márgenes y que nos hace tener una perspectiva de largo plazo positiva en la compañía aunque con dudas más que razonables en el corto y medio plazo. **Recomendación: MANTENER.**

REPSOL YPF



Publicación de resultados 9M08.

Mn €	3T.08	3T.07	% Var.	9M08	9M07	% Var.
E&P	620,0	529,0	17,2%	1.975,0	1.416,0	39,5%
GNL	38,0	27,0	40,7%	88,0	73,0	20,5%
Downstream	391,0	418,0	-6,5%	1.580,0	1.562,0	1,2%
YPF	451,0	279,0	61,6%	1.186,0	903,0	31,3%
G&E	138,0	123,0	12,2%	432,0	367,0	17,7%
Corporativo	-80,0	-77,0	-3,9%	-254,0	-197,0	-28,9%
EBIT Ajustado	1.558,0	1.299,0	19,9%	5.007,0	4.124,0	21,4%
BN Ajustado	687,0	670,0	2,5%	2.570,0	2.307,0	11,4%

Comentario. Los resultados han sido un reflejo del entorno favorable de precios tanto del crudo (+56,4%) como del gas (+76,9%), de la fortaleza de los márgenes de refino tanto en España como para YPF y de la caída de la producción de crudo como resultado de las revisiones de los contratos en Bolivia y Ecuador. Unos mayores costes financieros, consecuencia de las coberturas realizadas sobre tipos de interés y tipos de cambio, una menor aportación de sociedades por puesta en equivalencia, y una mayor tasa fiscal (47% vs 43%) explican el menor crecimiento del beneficio neto.

Por áreas, **E&P** se ha beneficiado como ya hemos señalado de los mayores precios realizados para crudo y gas. Este efecto sin embargo se ha visto diluido por la menor producción (-10,5%), un aumento de los costes exploratorios, costes diversos por valor de 54 Mn € y el efecto negativo por tipo de cambio. Ajustando por las revisiones de los contratos en Bolivia y Ecuador la producción habría experimentado un crecimiento plano. **GNL** se ha beneficiado de unos mayores precios eléctricos (a través de la participación del 25% que REP tiene en BBE), de una mayor actividad y de unos mejores márgenes. **Downstream** se ha beneficiado de un entorno de mayores márgenes de refino y de una mejora de la actividad en Perú, parcialmente contrarrestados por la depreciación del dólar y unas menores ventas. Ajustando los resultados por el efecto de inventarios (resultados CCS o de reposición) estos habrían experimentado un incremento de +38% a/a. **YPF** se ha aprovechado de unos mayores márgenes de comercialización de productos refinados y del incremento de los precios del gas (+55%), parcialmente contrarrestados por unos menores precios de crudo (-8%) y el incremento inflacionista de los costes en Argentina. **G&E** corresponde a la participación de la compañía en Gas Natural, cuyos resultados se beneficiaron del crecimiento del negocio regulado, de la integración de ciclos combinados en México y de la mejora en la gestión de los contratos en el negocio liberalizado.

Valoración. Los resultados han estado en línea con lo previsto, algo más débiles en E&P pero compensado con una mejor evolución de YPF. Consideramos que a los precios actuales el valor ya descuenta un escenario de precios de crudo sostenibles en los niveles actuales a la vez que asigna una valoración al 85% de YPF de cero. De mantenerse los precios del crudo y del gas en los niveles actuales y las inversiones en niveles también parecidas a las realizadas en los nueve primeros meses del año consideramos que la compañía será capaz de obtener unos flujos libres de caja del orden del 7%, con lo que estimamos que la compañía será capaz de seguir ofreciendo una rentabilidad por dividendo del orden del 7% sin tener que recurrir a financiación externa, preservando con ello su actual nivel de endeudamiento (27% DFN/DFN+FFPP). Por otro lado es posible que el valor a corto plazo se pueda ver envuelto en operaciones de corte corporativo relacionadas con la participación de Sacyr-Vallehermoso en la petrolera, lo que debería servir para resaltar el valor que ofrece la compañía a estos precios. **Recomendación: COMPRAR.**

RESULTADOS EUROPA

CRÉDIT AGRICOLE



Crédit Agricole presenta resultados del 3T.08.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	3T08	% Var a/a	9M08	% Var a/a
Margen Ordinario	3.999	-1,9%	16.768	-20,9%
Gastos de Explot.	(3.124)	8,3%	(12.718)	1,1%
Margen Explotación	875	-26,5%	4.050	-62,5%
Provisiones	(740)	169,1%	(1.897)	118,8%
Beneficio Neto	365	-61,7%	4.044	-72,8%

Comentario. Credit Agricole presentó ayer sus resultados relativos al 3T.08 en los que observamos un beneficio neto de 365 Mn € que aunque por encima del consenso (estimado en 153 Mn €), suponen una caída del -61,7% respecto del mismo periodo del ejercicio anterior. Al deterioro general de los márgenes hay que añadirle el efecto de la dotación de nuevas provisiones que este trimestre ha ascendido a -740 Mn € de las cuales -119 Mn € son consecuencia de la exposición de la entidad a la quiebra de Lehman Brothers, cuyo impacto directo sobre los resultados de la entidad ha sido de 220 Mn €.

Por unidades de negocio, en banca **minorista en Francia** hemos observado caídas en el área de Bancas Regionales (-23,6%) mientras que la unidad de LCL se ha mantenido estable con un +0,1% debido principalmente a un buen comportamiento del margen de intermediación consecuencia de una importante campaña realizada para la captación de fondos de estudiantes y jóvenes. A pesar del buen comportamiento de este área cabe destacar que la tasa de morosidad registrada fue muy elevada +2,8%. En la red **minorista internacional**, observamos un beneficio de 47 Mn € lo que supone un descenso del -64,7% respecto del 3T.07. En Italia, Cariparma Friuladria ha experimentado un interesante crecimiento en cuanto a número de oficinas y clientes (49 nuevas oficinas) aportando 77 Mn € de beneficio neto, sin embargo la mala noticia viene de Grecia que ha reconocido pérdidas de -73 Mn € debido a la caída de los mercados financieros y al incremento de las provisiones. **Gestión de Activos** tampoco ha registrado un buen comportamiento, con una caída del beneficio neto de -26,9% (alcanzando los 291 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 -226 Mn € en el 3T.08 y que incluyen pérdidas por depreciación de activos relacionados con hipotecas americanas de alto riesgo por importe de 476 Mn €.

Valoración. En nuestra opinión, los resultados presentados por Credit Agricole han sido malos. Observamos unos resultados que no nos inspiran grandes alegrías y nos hacen esperar una situación aún más complicada para los próximos trimestres. A pesar de que la entidad ha recalado que sus ratios de capital son de los más elevados de sus competidores (Tier 1 del 8,5% tras la ampliación de capital realizada después de verano) 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 tampoco son argumentos precisamente de confianza. Si a esto le sumamos la importante repercusión del entorno económico en las áreas de Banca de Inversión y Gestión de Activos mantenemos nuestra recomendación de **VENDER.**



Publicación de Resultados.

Mn €	2007	2008	% Var
TOTAL INGRESOS (Mn €)	66.219	71.832	8,5%
EBIT (Sectors). (Mn €)	6.662	6.520	-2,1%
Mg EBIT	10,1%	9,1%	n.a
BENEFICIO NETO (Mn €)	4.038	5.886	45,8%
Mg Neto	6,1%	8,2%	n.a

	2008	2007	% Var
VENTAS	71.832	66.219	8,5%
Industry	38.085	36.059	5,6%
Energy	22.577	20.309	11,2%
Healthcare	11.170	9.851	13,4%

Comentario. Siemens registró un Beneficio Neto de 5.886 Mn € al cierre de su ejercicio fiscal, lo que supone un incremento del +46% respecto al ejercicio anterior, ello a pesar que en el 4T.08 el Beneficio Neto ha sido de -2.420 Mn €, incluyendo la pérdida de 1.161 Mn € por la venta del 51% de SEN. A pesar de que las ventas se incrementaron un +8,5% hasta alcanzar los 71.832 Mn €, la compañía ha visto como su Ebit se ha reducido un -2,1%, lo que ha hecho que su margen se redujera desde el 10,1% que presentaba al cierre de 2007 al 9,1% actual. Por tanto se observa un mal comportamiento operativo de la compañía que ha visto como los planes de reajuste de costes no han surtido los efectos deseados. No obstante, su cartera de pedidos se ha incrementado notablemente (+13%), lo que sigue dejando ver una fortaleza en la capacidad del Grupo de captar volumen de negocio que esperamos que se siga traduciendo en un incremento de las ventas en el próximo ejercicio. El mejor comportamiento lo han registrado las divisiones de Diagnostics (+105,1%) y Renewable Energy (+53,3%), lo que da muestra de la clara apuesta de Siemens por las divisiones de Salud y Energía.

Valoración. Flojos resultados de Siemens que muestran una caída del negocio operativo del Grupo y de las dificultades que está teniendo para normalizar satisfactoriamente su proceso de reestructuración a través de venta de activos (SEN y Fujitsu Siemens Computers) y de reforzar otras áreas de negocio. Volvemos a mostrar también nuestra preocupación por el asunto de los sobornos que no acaba de cerrar la compañía. Al daño en la imagen corporativa hay que sumar los más de 500 Mn € que deberá pagar este ejercicio por los servicios de asesoría externa y los cerca de 1.000 Mn € que deberá provisionar ante posibles sanciones judiciales e indemnizaciones. Aun así, el incremento en la cartera de pedidos de Siemens que arroja una gran visibilidad sobre la evolución de su negocio, su posicionamiento de liderazgo en el mercado, el hecho de que la compañía siga considerando prioritario seguir creciendo orgánicamente, su estrategia de potenciar las divisiones de Energía y Salud a las que percibimos como sectores refugio en momentos de recesión del nivel de consumo a nivel global y su agresivo plan de reducción de costes de estructura y de personal que esperamos que dé sus frutos de cara al próximo ejercicio, hace que sigamos manteniendo nuestra recomendación de **COMPRAR** sobre Siemens.