

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.038,00	1,65
EUROSTOXX 50	2.375,34	1,75
FTSE 100	4.243,22	-0,01
DAX 30	4.769,45	1,38
CAC 40	3.159,85	1,38
DOW JONES	8.212,41	0,54
S&P	877,52	0,54
NASDAQ	1.719,20	0,11
NIKKEI	8.977,37	1,69

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.895,50	1,41
BRENT	53,14	3,85
BUND ALEM	122,53	-0,45
TREASURY 10A	120,64	-0,39

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3322	1,3301
USD/JPY	99,44	97,33

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,75	0,83
USA	0,77	0,85

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,24	2,25	1,84
5-10	1,10	1,08	0,82
10-30	0,43	0,45	0,72

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,69	1,71	0,35	0,11
5 ^A	2,83	2,88	0,47	-0,13
10 ^A	3,93	3,96	0,75	-0,50
30 ^A	4,35	4,41	0,45	-0,61

INDICE FONDOS INVERSIÓN

MARZO	2009
0,32	-1,46%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,26	1,26
J09	1,27	1,27
S09	1,43	1,43
D09	1,50	1,50

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
JUNTA ANDALUCÍA (RETAPPING)	Aa2 / AA	4,75	9 a	+245
CAIXA GERAL	Aa1 / A+	4,375	4 a	+200
BANCAJA	Aaa / AAA (F)	3	3 a	+90
BBVA	Aa1 / AA	3,375	3 a	+150
ATLANTIA	A3 / A-	5,625	7 a	+260
KOMMUNALKREDIT	Aaa / AAA	2,375	2 a	+58
BEI	Aaa / AAA	4,5	16 a	+75
SEB	A1 / A	5,5	5 a	+295
HSH NORDBANK	Aaa	2,0	2 A	+20
DONG AS	Baa1 / BBB+	4,875	5 a	+220

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

Las bolsas europeas terminaron la semana con nuevas subidas y cerraron con ello el mejor mes de su historia. Las referencias macroeconómicas del otro lado del Atlántico, aunque de segundo grado, no depararon sorpresas negativas. De nuestro mercado destacaron SAN (+4,5%), GAM (+4,1%), ABE (+3,8%) y MAP (+3,3%). Sólo dos valores cerraron en negativo al cierre de la sesión: TEF (-1,4%) e ITX (-0,5%). BBVA (+3,1%) y POP (+2,8%) también se animaron en una sesión que fue favorable para los bancos.

En el resto de Europa, fueron los valores financieros los que coparon el protagonismo. Así, Aegon (+16,3%), Axa (+10,2%), ING (+9,1%), SG (+7,9%), Munich Re (+6,5%), Intesa (+6,0%), Fortis (+5,7%) y Credit Agricole (+5,2%) estuvieron entre los valores que mejor comportamiento registraron. BASF (+7,4%) continuó capitalizando los buenos resultados de la sesión anterior. Danone (-5,4%) abonó dividendo. SAP (-1,6%) cayó por segundo día tras presentar resultados. También cerraron en negativo Unilever (-1,4%), DB (-1,1%) y Siemens (-0,6%) entre otros.

Estos dos últimos días han estado marcados por la tensión alcista de las TIREs (el jueves en Europa y EE.UU. y el viernes sólo en la segunda economía). Ello pudo ser consecuencia de unos resultados mejores de lo esperado de referencias macroeconómicas, principalmente concentradas en la economía estadounidense, ya que las europeas, en términos generales, fueron negativas.

NOTA: En los cuadros de la izquierda, los cierres de EE.UU. son del viernes y los de Europa del jueves.

En ratings destacó cómo S&P rebajó a Allied Irish Bank desde A hasta A- y Moody's hizo lo propio con 3M pasándolo de Aa1 a Aa2.

PREVISIONES PARA EL DIA

En esta jornada se publicarán las previsiones de crecimiento para la zona euro de la Comisión europea, además del dato final del PMI manufacturero de abril. Para el resto de la semana, las referencias principales se publicarán el jueves y el viernes. El primer día será el turno del anuncio de tipos del BCE y del BoE, mientras que en el segundo será el informe de empleo estadounidense de abril.

En materia de comparecencias hoy hablarán Hoenig (18:30) y Lacker (20:00). Para el resto de la semana habrá varias citas de importancia destacando dos de Bernanke (martes y jueves), la primera de ellas antes del Comité económico del Senado y la segunda hablando sobre el sistema bancario. Además, también habrá que tener en una alta consideración la de Trichet después de anuncio de tipos (jueves).

Cabe destacar que después de dos semanas donde el pago de cupones y de vencimientos superó de manera notable las emisiones de deuda pública, en esta el sesgo será el contrario ya que casi no se manejan pagos y se espera una salida de papel por unos 19.700 millones de euros. En EE.UU. también habrá un montante importante de emisiones (71.000 millones de dólares en total), comprendidos entre el 3 años (35.000 millones), el 10 (22.000) y el 30 (14.000).

Uno de los acontecimientos más importantes de esta semana, el anuncio de los resultados del test de estrés que se le ha hecho a las entidades financieras estadounidenses, ha sido retrasado nuevamente, en esta ocasión hasta el jueves, lo cual ha tenido escasa repercusión en mercado. Así, la apertura de hoy está marcada por un fuerte incremento de la TIREs, puede que impulsadas por el buen comportamiento de las bolsas asiáticas después de la publicación de unos datos en China bastante positivos (el PMI de la economía se volvió a situar por encima de los 50 puntos). Salvo noticias corporativas que apunten a lo contrario, sería de esperar que este comportamiento se extienda durante lo que queda de sesión.

ANÁLISIS TÉCNICO
IBEX 35

✓ **Resistencia:** 9.000
 ✓ **Soporte:** 7.500

BUND (Jun 09)

✓ **Resistencia:** 122,70 / 123,20 / 124,10
 ✓ **Soporte:** 121,60 / 120,25 / 119,15

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
					8:00	Alem	Ventas al por menor	-0,4% a/a	-5,3% a/a
					10:00	UME	PMI manufacturero (F)	36,7	36,7
					11:45	UME	Prev. Comisión Europea		
					16:00	EEUU	Ventas viv pendientes	0,0%	2,1%
					16:00	EEUU	Gasto en construcción	-1,7%	-0,9%

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Datos jueves

Caída de los ingresos y gastos personales en el mes de marzo

Comentario: El ingreso personal de marzo experimentó una caída del 0,3% mensual, lo que supuso un registro peor de lo esperado por el mercado (-0,2%). Ello fue consecuencia sobre todo de una contracción de los salarios de un 0,5%, lo cual estaría muy en línea con la debilidad mostrada por el mercado laboral hasta la fecha. No obstante, el ingreso disponible se mantuvo en relación a febrero, lo cual podría dar nuevas muestras de la aplicación de planes fiscales para intentar impulsar el consumo. En lo que se refiere al gasto personal, se produjo una caída del 0,2% mensual, también por debajo de lo que se manejaba en un principio (-0,1%). Ella sería el primer descenso después de dos meses de incrementos, lo que ayudó a que la tasa de ahorro pasase de un 4,0% a un 4,2%, con lo cual continúa la tendencia alcista de la variable, aspecto que, desde nuestro punto de vista, seguirá en los próximos meses. En materia de precios se pudo ver una desaceleración del deflactor del gasto en tres décimas hasta el 0,6% (una décima por debajo de lo esperado), aunque el componente subyacente mantuvo en un 1,8%, ajustándose a las expectativas del consenso.

Subida del índice de gerentes de compras de Chicago en abril

Comentario: El índice de gerentes de compras de Chicago de abril subió desde 31,4 hasta 40,1 lo que supuso situarse por encima de las expectativas del mercado (35). En la descomposición del dato se pudo observar un incremento en la partida de producción (de 32,7 a 38,1) y nuevos pedidos (de 30,9 a 42,1), que fueron acompañadas por una subida del empleo (de 28,1 a 31,8) y un descenso de los precios pagados (de 34,1 a 28,4).

El jueves también se publicaron las demandas semanales de desempleo con un registro mejor de lo esperado (631.000 frente a 640.000), aunque el número de perceptores del subsidio continuó muy sesgado al alza (desde los 6.138.000 hasta los 6.271.000).

Datos viernes

El ISM de abril mejoró más de lo estimado por el mercado

Comentario: El ISM de abril experimentó una subida de casi cuatro puntos al pasar desde 36,3 hasta 38,4 lo que supuso que el índice se situase por encima de las expectativas del mercado (38,4). En lo que al componente de precios se refiere, también hubo una subida, aunque en este caso fue más modesta ya que se pasó de 31 a 32, cuando se manejaba un nivel de 34. Así, pues parece que aunque las expectativas de la industria han mejorado de manera más o menos importante, las expectativas de precios siguen estando sesgadas a la baja, lo cual no denotaría una perspectiva demasiado positiva de la demanda. En la descomposición se observó una mejora de las expectativas de negocio en general, pasando la partida de producción desde 36,4 a 40,4, la de nuevos pedidos desde 41,2 a 47,2 y la de pedidos de exportación de 39 a 44. Todo ello fue completado por el componente de empleo que subió desde 28,1 a 34,4, lo cual sería un aspecto a tener en cuenta de cara a observar un informe de empleo con un menor sesgo negativo a los publicados en meses anteriores, aunque todavía habría que conocer otros datos importantes como el ISM de servicios, la creación de empleo ADP o el informe de recortes de puestos de trabajo de grandes empresas para tener una opinión algo más fundada al respecto.

Zona Euro

Datos jueves

De los datos que se publicaron el jueves lo más destacado fue el estimador de precios al consumo de abril de la zona euro y la tasa de paro de marzo de esa misma economía. En este sentido, el primero reflejó un mantenimiento en el 0,6% interanual cuando se maneja una aceleración de una décima, mientras que el segundo se aceleró dos décimas hasta un 8,9% cuando se esperaba un 8,7%.

RESULTADOS ESPAÑA

SABADELL



Publicación de resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Margen de Intereses	395	13,7%
Margen Bruto	578	6,0%
Rdo de la Activ. De Explotación	133	-46,4%
Beneficio Neto Atribuible	163	-25,4%

* beneficios recurrentes

RATIOS RELEVANTES		
	1T.09	1T.08
Eficiencia	45,5%	41,4%
Morosidad	2,82%	0,62%
Ratio Cobertura	96,7%	295,0%
Core Capital (*)	6,60%	6,05%
ROE comparable	14,9%	20,4%

* Ratios calculado bajo criterios de Basilea II

BALANCE			
Mn €	1T.09	1T.08	% Var a/a
Activos totales	80.914	77.822	4,0%
Crédito a la clientela	62.366	63.165	-1,3%
Depósitos de clientes	38.750	34.270	13,1%

Comentario. En la parte alta de la cuenta de resultados destaca un margen de intereses que crece en un +13,7% consecuencia de gestión de diferenciales en la asignación de precios de activo y pasivo (mejor mix de financiación con un incremento de 13 pb respecto al 4T.08 del Margen de Intereses sobre ATM, superior al retroceso de 8 pb t/t, en el margen de clientes), motivado por el descenso de precios en la inversión por la bajada del euribor. Las comisiones siguen manteniendo un mal comportamiento con caídas del -2,8% a/a. En la partida de gastos de personal destacan 31,5 Mn € en concepto de indemnizaciones, que de no tenerse en cuenta permitirían ver una tendencia en la contención de costes fruto de la aplicación del plan Óptima, cuyo objetivo es mejorar la eficiencia del grupo, que sin los gastos no recurrentes mencionados anteriormente alcanzaría la cifra de 40,1%. Por su parte, el saldo total de provisiones para insolvencias asciende a 149 Mn € de las que 96 Mn € se deben al hecho de no haber liberado genérica en el trimestre y 42 Mn € a la dotación de provisiones subestandar. La entidad también ha registrado 30,5 Mn € de plusvalías por la venta de inmuebles de los cuales 20,3 Mn € proceden de la venta de la sede central de Banco Urquijo. El impuesto sobre beneficios incluye una deducción de 40 Mn € por haberse dado en este 1T.09 las condiciones necesarias que permiten a la entidad registrarse una parte del crédito fiscal obtenido por la reinversión de las plusvalías obtenidas por la venta del 50% del negocio asegurador y pensiones realizado en 2008, quedando pendientes 41 Mn € de deducciones adicionales. El ratio de morosidad modera su crecimiento aunque se sitúa en tasas altas del 2,82% (+47 pb sobre 4T.08) pero manteniéndose por debajo de la media del sector. La cobertura sigue cayendo pasando la barrera del 100% (96,7%), a pesar del esfuerzo en provisiones y en la mayor recuperabilidad de morosos registrada en el trimestre. El core capital disminuye 6 pb respecto del 4T.08 situándose en el +6,6%.

Valoración. Resultados por encima de lo esperado donde destacamos fundamentalmente el hecho de que Sabadell es una de las pocas entidades que no ha liberado genérica en el trimestre para hacer frente a los incrementos de morosidad. La entidad mejora el gap comercial a través de un mayor crecimiento en balance de los recursos de clientes (+13,7% a/a) frente a los créditos (+0,3% a/a), sin embargo, consideramos que el mantenimiento de este crecimiento en márgenes no será sostenible en el tiempo dado los actuales tipos de interés y los menores volúmenes. Seguimos manteniendo nuestra **recomendación de VENDER.**

RED ELECTRICA



Publicación de resultados 1T.09.

Mn €			
	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas Netas	292,0	277,6	5,2%
EBITDA	219,4	204,8	7,1%
<i>Mg</i>	75,1%	73,8%	1,4pb
EBIT	156,4	144,1	8,5%
BN	92,3	81,1	13,8%

Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por Inverseguros SV 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 SV SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. Inverseguros SV, 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).

Comentario. El aumento de los resultados se ha debido al incremento de los activos puestos en explotación en 2008, aunque la caída del IPC ha restado crecimiento a los ingresos. La mejora de los márgenes se ha debido a la contención de los costes de explotación, que sumados a los gastos de plantilla han permitido limitar el aumento de los costes totales de explotación al +3,4%. Aunque inicialmente se han incurrido en costes extraordinarios ligados con los trabajos de reparación por las fuertes tormentas registradas en enero, las indemnizaciones por los seguros contratados han permitido compensar dichas cargas vía ingresos. Las inversiones en el trimestre han ascendido a unos 107 Mn € (+1,6 a/a). Aunque el endeudamiento de la compañía se ha incrementado hasta los 3.176 Mn € (+248 Mn €), los menores tipos de interés (30% del coste de la deuda es variable) han permitido reducir los costes financieros un -12,5%.

Valoración. Resultados totalmente en línea con lo previsto. El escaso volumen de inversiones realizadas durante el primer trimestre obedece a motivos estacionales ya que el grueso de las inversiones se suelen llevar a cabo en el segundo semestre del año. El valor combina perfil de crecimiento con mejora de márgenes y riesgo regulatorio reducido en nuestra opinión. Reiteramos nuestra recomendación de **COMPRAR**.

RESULTADOS EUROPA

BASF



Publicación de resultados 1T.09.

Mn €	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas	12.219,0	15.921,0	-23,3%
EBITDA	1.587,0	2.955,0	-46,3%
<i>Mg</i>	13,0%	18,6%	-5,6pb
Chemicals	75,0	518,0	-85,5%
Plastics	-29,0	352,0	-108,2%
Performance	132,0	223,0	-40,8%
Functional Solutions	-46,0	140,0	-132,9%
Agriculture & Nutrition	344,0	259,0	-32,8%
Oil & Gas	725,0	984,0	-26,3%
Otros	-216,0	-122,0	-77,0%
EBIT Ajustado	985,0	2.354,0	-58,2%
<i>Mg</i>	8,1%	14,8%	-6,7pb
BN	375,0	1.170,0	-67,9%

Comentario. La erosión de las ventas se ha producido principalmente por una elevada caída en volúmenes (-20%) y en menor medida por la debilidad de los precios (-5%). La evolución favorable por tipos de cambio ha restado dos puntos porcentuales a las caídas. Dos de las áreas que más han sufrido el descenso de volúmenes han sido **Chemicals** y **Plastics**, aunque esta última, a pesar de incurrir en pérdidas operativas, ha logrado contener las caídas gracias a una minoración de los costes fijos y a un menor deterioro del valor de los inventarios. La división de **Performance** también ha sufrido una caída notable de la demanda (-22%), aunque el negocio de Care Chemicals ha logrado incrementar los precios y reducir su estructura de costes, lo que ha atenuado la contracción de los resultados de la división. **Functional Solutions** también ha experimentado un fuerte declive de su actividad, tanto en volúmenes (-26%) como en precios (-12%), lo que le ha llevado a incurrir en elevadas pérdidas. El deterioro del sector del automóvil y del acero ha impactado de forma clara en la división, aunque el negocio relacionado con la construcción ha sido capaz de mantener las ventas en niveles parecidos a los del año pasado por el incremento de precios y por el buen tono de la demanda en Oriente Medio. El negocio de **Agricultura** ha estado entre los más beneficiados en el trimestre, logrando incrementos tanto de volúmenes (+8%) como de precios (+7%). Adicionalmente se ha visto favorecida por tipos de cambio (+5%). Ello ha posibilitado una mejora de los márgenes. Por último, el negocio de **Oil & Gas** se ha beneficiado sobre todo de la buena evolución del negocio de Trading (EBIT: +48%) gracias a la consecución de unos mayores precios. A cambio, el área de E&P ha visto contraerse su resultado operativo un -42% por la caída de los precios del crudo.

La compañía ha mostrado una notable fortaleza en la generación de caja (2.000 Mn €), gracias sobre todo a menores necesidades de circulante (+1.000 Mn €). Esto le ha permitido a la compañía reducir su endeudamiento neto en 1.500 Mn € con respecto al cierre de 2008. Con respecto a las guías, la compañía ha reconocido que el entorno se sigue mostrando muy adverso, y de cara a los siguientes trimestres los efectos positivos de los negocios de Agricultura y Trading se diluirán. También ha venido a reconocer que su objetivo de al menos igualar sus costes de capital se ha vuelto crecientemente ambicioso. Para contrarrestar esto, la compañía espera poder extraer unos 1.000 Mn € en los próximos años a través de ahorros de costes y recortes de personal.

Valoración. Los resultados han superado claramente las previsiones, que atribuimos al impacto positivo de las medidas de recortes de costes fijos que ha venido desarrollando en los últimos años la compañía y a que algunas líneas de negocio, como Agricultura y Construcción han logrado unos resultados muy satisfactorios. La fuerte generación de caja también nos ha parecido un aspecto muy positivo. A pesar de ello, el entorno crecientemente adverso al que la compañía dice enfrentarse junto con la valoración ajustada que en nuestra opinión ofrece y a la actual cotización, nos llevan a reiterar nuestra recomendación de **VENDER**, viendo oportunidades de inversión más interesantes en otros valores.

Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por Inverseguros SV 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 SV SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. Inverseguros SV, 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).

CALENDARIO DE INDICADORES ECONOMICOS

HORA	PAÍS	INDICADOR	MES		CONSENSO	ÚLTIMO
Lunes 4						
8:00	Alemania	Ventas al por menor	Mar		0,2% m/m -0,4% a/a	-0,2% m/m -5,3% a/a
10:00	UME	PMI Manufacturero (F)	Abr		36,7	36,7
11:45	UME	Previsiones económicas de la Comisión Europea				
16:00	EE.UU	Ventas de viviendas pendientes	Mar		0,0% m/m	2,1% m/m
16:00	EE.UU	Gasto en construcción	Mar		-1,7% m/m	-0,9% m/m
Martes 5						
9:00	España	Cambio de número de desempleados	Abr		115,0	123,5
10:00	España	Confianza del consumidor	Abr			53,7
11:00	UME	Precios de producción	Mar		-0,5% m/m -2,9% a/a	-0,5% m/m -1,8% a/a
16:00	EE.UU	ISM de servicios	Abr		42,0	40,8
Miércoles 6						
9:00	España	Producción industrial	Mar		-19,7% a/a	-22,0% a/a
10:00	UME	PMI Servicios (F)	Abr		43,1	43,1
11:00	UME	Ventas al por menor	Mar		0,1% m/m -2,6% a/a	-0,6% m/m -4,0% a/a
13:00	EE.UU	Solicitud de hipotecas	May			-18,1%
13:30	EE.UU	Índice de recortes de empleos grandes empresas	Abr			180,7% a/a
14:15	EE.UU	Creación de empleo ADP (m)	Abr		-643	-742
16:30	EE.UU	Inventarios semanales de crudo (Mb)				
Jueves 7						
12:00	Alemania	Pedidos de fábrica	Mar		-0,8% m/m -35,8% a/a	-3,5% m/m -38,2% a/a
13:00	U.K	Anuncio de tipos BoE	May	0,50%	0,50%	0,50%
13:45	UME	Anuncio de tipos BCE	May	1,00%	1,00%	1,25%
14:30	EE.UU	Productividad (P)	1T09		0,9%	-0,4%
14:30	EE.UU	Costes laborales unitarios (P)	1T09		2,5%	5,7%
14:30	EE.UU	Demandas de desempleo (m)	May			631
21:00	EE.UU	Crédito al consumo (MM)	Mar		-3,3	-7,5
Viernes 8						
8:00	Alemania	Balanza comercial (MM)	Mar		8,0	8,7
8:00	Alemania	Importaciones	Mar		-0,9% m/m	-4,2% m/m
8:00	Alemania	Exportaciones	Mar		-1,3% m/m	-0,7% m/m
10:30	U.K	Precios de producción	Abr		--	0,1% m/m 2,0% a/a
10:30	U.K	Precios de producción subyacentes	Abr		--	3,3% a/a
12:00	Alemania	Producción industrial	Mar		-1,3% m/m -21,1% a/a	-2,9% m/m -20,6% a/a
14:30	EE.UU	Creación de empleo (m)	Abr		-580	-620 -663
14:30	EE.UU	Tasa de paro	Abr		8,9%	8,9% 8,5%
14:30	EE.UU	Ganancias media por hora	Abr		0,2% m/m	0,2% m/m 3,4% a/a
14:30	EE.UU	Horas medias trabajadas	Abr		33,2	33,2
16:00	EE.UU	Inventarios al por mayor	Mar		-1,0%	-1,5%

En negrita los datos más importantes de la semana

P: Preliminar; F: Final; m: Miles; MM: Miles de Millones; Mb: Millones de barriles; t/t a: trimestral anualizado