

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.408,10	1,94
EUROSTOXX 50	2.462,39	2,34
FTSE 100	4.462,09	1,44
DAX 30	4.913,90	2,29
CAC 40	3.312,59	1,88
DOW JONES	8.574,65	1,96
S&P	929,23	2,41
NASDAQ	1.739,00	1,33
NIKKEI	9.453,36	0,22

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.337,50	1,87
BRENT	57,83	1,05
BUND ALEM	120,31	-1,46
TREASURY 10A	120,58	0,40

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3636	1,3406
USD/JPY	98,39	99,29

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,65	0,69
USA	0,74	0,59

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,44	2,32	2,01
5-10	1,16	1,13	0,88
10-30	0,51	0,46	0,78

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,59	1,61	0,21	0,15
5 ^A	2,86	2,79	0,36	-0,05
10 ^A	4,03	3,93	0,65	-0,37
30 ^A	4,53	4,39	0,37	-0,56

INDICE FONDOS INVERSIÓN

MARZO	2009
0,32	-1,46%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,16	1,18
J09	1,11	1,12
S09	1,27	1,28
D09	1,36	1,38

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
SAINT GOBAIN	Baa1 / BBB+	6	4 a	+350
TOTAL	Aa1 / AA	3,625	6 a	+75
BNG	AAA	3,375	6 a	+60
SUEZ	A3	4,875	5 a	+160
SHELL	Aa1 / AA+	4,375	9 a	+115
SHELL	Aa1 / AA+	3	4 a	+65
PSA	A3 / BBB-	6,375	18 m	+486
RESFER	AAA	4,5	15 a	+80
VATTENFALL	A2 / A-	4,25	5 a	+165
CAM (GARANT)	Aaa	2,875	3 a	+83
ERSTE BANK (GARANT)	Aaa	2,25	2 a	+55

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

❑ Importantes subidas el pasado viernes en los mercados europeos, propiciadas por el informe de empleo en EE.UU., que se saldó con una destrucción de empleo menor de la prevista permitiendo cierto optimismo en el tramo final de la jornada. En nuestro mercado los bancos se dejaron notar, SAN (+4,7%), POP (+3,4%) y BBVA (+3,1%). Las mayores subidas fueron para TL5 (+7,0%), que reaccionó más a los cambios del Gobierno en el modelo audiovisual que a sus resultados, mientras que los mayores descensos los registró IBR (-3,8%). Muy pocas noticias se registraron en nuestro mercado al margen de resultados. En el resto de mercados, hubo más unanimidad en torno a las subidas abrumadoramente lideradas por los valores financieros, Fortis (+11,5%), Unicredit (+8,9%), ING (+5,9%) y AXA (+5,0%). Las telecomunicaciones volvieron a quedarse atrás, TIT (-0,9%), TEF (-0,2%) y DTE (-0,1%).

❑ El viernes se vivió una sesión de ventas en la deuda pública con incremento de pendiente debido al optimismo que generó en el mercado la publicación de los resultados detallados del stress test que, si bien se conocían en parte, mostraron cierta capacidad para la capitalización bancaria, así como por los buenos datos europeos. La trayectoria intradía fue interrumpida levemente por el informe de empleo, para el que posiblemente el mercado se había posicionado para un resultado mejor del producido, después de los datos de demandas y de ADP.

❑ En el ámbito de ratings, S&P quitó la revisión negativa a BoA y sus filiales así como a Citi, dejándoles estables (todos ellos son A). Colocó en revisión negativa a LeasePlan y a Scania (ambos A-). Además, bajó a Toyota de AA+ a A con perspectiva negativa. Por su parte Moody's situó a Volkswagen en revisión negativa (A3) y Fitch hizo lo propio con EuroHypo (A-).

PREVISIONES PARA EL DIA

❑ Para hoy apenas se esperan datos relevantes; únicamente la producción industrial francesa. Durante el resto de la semana, la importancia de las publicaciones macroeconómicas se centra en el miércoles (ventas al por menor estadounidenses de abril) y, sobre todo, el viernes (IPC y producción industrial americanas de ese mismo mes). En Europa, la atención también estará centrada el viernes, con los PIB preliminares del primer trimestre en Francia y Alemania y, finalmente, de la Zona Euro.

❑ En cuanto a comparecencias, no hay ninguna relevante prevista para hoy. Durante el resto de la semana, lo más importante es el discurso de Bernanke acerca del stress test esperado para mañana martes.

❑ Para hoy es probable que el optimismo de los últimos días remita ligeramente, debido al análisis detallado del informe de empleo, y como consecuencia del dato de inflación china conocida esta madrugada, alcanzando el -1.5% interanual, por debajo de lo previsto.

ANÁLISIS TÉCNICO
IBEX 35

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

BUND (Jun 09)

➤ **Resistencia:** 121,60 / 122,34 / 123,20
 ✓ **Soporte:** 120,25 / 119,15 / 117,13

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
SAINT GOBAIN	Baa1 / BBB+	6	4 a	+350	8:45	Fra	Producción industrial	-14.6%	-15.5%
TOTAL	Aa1 / AA	3,625	6 a	+75					
BNG	AAA	3,375	6 a	+60					
SUEZ	A3	4,875	5 a	+160					
SHELL	Aa1 / AA+	4,375	9 a	+115					
SHELL	Aa1 / AA+	3	4 a	+65					
PSA	A3 / BBB-	6,375	18 m	+486					
RESFER	AAA	4,5	15 a	+80					
VATTENFALL	A2 / A-	4,25	5 a	+165					
CAM (GARANT)	Aaa	2,875	3 a	+83					
ERSTE BANK (GARANT)	Aaa	2,25	2 a	+55					

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

La tasa de paro se aceleró con fuerza en marzo, en línea con lo previsto.

Comentario: El informe de empleo estadounidense de marzo se saldó con una destrucción de puestos de trabajo muy en línea con las estimaciones del consenso, al igual que el incremento de la tasa de paro. Así, durante el mes se destruyeron 663.000 empleos, cuando se esperaban 660.000. En cuanto a la tasa de desempleo, registró un incremento de cuatro décimas hasta situarse en el 8,5%, en línea con lo previsto. Por otra parte, las horas trabajadas y las ganancias por hora mostraron una cierta relajación del mercado al reducirse en una décima respectivamente. La descomposición de la referencia no varió demasiado con respecto a meses anteriores, siendo el sector privado el que mayor número de puestos de trabajo destruye (658.000). Esta cifra resulta sensiblemente inferior a la estimada por el ADP y publicada el miércoles pasado. Al contrario que en periodos recientes, el sector público también registró una evolución negativa, al destruir 5.000 empleos. Por sectores, el de servicios sigue siendo el más dañado (-358.000), seguido por la producción de bienes (-305.000). Por lo tanto, dato muy negativo para el mercado laboral estadounidense, que no hace otra cosa que constatar el difícil entorno en el que se mueve la economía.

Zona Euro

La balanza comercial alemana de marzo superó las expectativas

Comentario: La balanza comercial alemana registró en marzo un superávit de 11.300 millones de euros, superando ampliamente las expectativas de 8.000 millones e incrementándose con fuerza respecto a febrero. La descomposición reviste cierto optimismo ya que tanto las exportaciones como las importaciones registraron avances cuando se esperaban importantes caídas. Así, las primeras mejoraron un 0,7%, después de la caída del 1,3% del mes anterior, mientras que las segundas se comportaron de forma parecida al crecer 0,8%, tras la significativa caída del 4,8% del periodo previo.

El viernes también se publicó la producción industrial alemana de marzo, que registró una evolución levemente mejor de lo previsto, al mostrar una caída interanual del 20,4%, cuando se esperaba un 20,9.

RESULTADOS ESPAÑA

REPSOL



Publicación de resultados 1T09.

Mn €			
	1T.09	1T.08	% Var.
E&P	185,0	597,0	-69,0%
GNL	11,0	32,0	-65,6%
Downstream	311,0	247,0	25,9%
YPF	152,0	411,0	-63,0%
G&E	169,0	160,0	5,6%
Corporativo	-82,0	-76,0	-7,9%
EBIT Ajustado CCS	746,0	1.371,0	-45,6%
BN Ajustado CCS	421,0	811,0	-48,1%

Comentario. Los resultados han estado marcados principalmente por la caída de los precios del crudo y gas internacionales y por unos menores volúmenes tanto en la actividad del Upstream (-5%) como en la actividad de refino (-14%). Los impuestos a las exportaciones en Argentina también han mermado la rentabilidad del negocio de YPF. La caída de resultados sin embargo se ha podido compensar parcialmente con el aumento de los precios del gas en Argentina (+22%), con recortes de un -6% en los costes fijos del negocio de downstream y por la apreciación del dólar. La caída de la producción ha sido consecuencia de los recortes impuestos por la OPEP y por la renegociación de contratos en Libia y Bolivia, sin los cuales la producción del negocio de E&P (ex YPF) habría crecido un +3%. La debilidad de los volúmenes del downstream ha estado motivada por la debilidad de la demanda, sobre todo para el negocio químico (-33%). La actividad de GNL se ha visto impactada por la caída de los suministros a ciclos combinados y la incapacidad para obtener mejores márgenes a través de labores de comercialización en Asia.

El grupo ha experimentado un incremento de la deuda de más de 2.000 Mn €, debido casi exclusivamente a la ampliación de capital llevada a cabo por Gas Natural con objeto de la adquisición de Unión Fenosa, inversión que ha ascendido a más de 1.900 Mn €. Excluyendo este efecto, la generación de caja del grupo se ha mantenido sólida, superando los 600 Mn € gracias sobre todo a un efecto positivo por circulante y un menor pago de impuestos.

Valoración. Resultados en línea con lo previsto, lo que ha servido para desmentir los rumores que habían comenzado a surgir acerca de un posible profit warning por parte de la compañía. Aunque en general la actividad se está viendo afectada por el actual entorno macroeconómico, la compañía sigue siendo capaz de generar caja neta con su actividad y con ello hacer frente a su compromiso de dividendo, que de mantenerse estable con respecto al del año pasado ofrece una rentabilidad del 7%. Seguimos viendo recorrido en el valor y reiteramos nuestra recomendación de **COMPRAR**.



Publicación de Resultados 1T.09

Mn €	1T.08	1T.09	% Var
VENTAS	1.189	2.019,0	69,8%
Construcción	883	850	-3,7%
Vallehermoso	233	937	302,1%
Concesiones	18,0	21	16,7%
Testa	68,0	70	2,9%
Servicios	181	211	16,6%
Holding y Ajustes	-194	-70	-63,9%

Mn €	1T.08	1T.09	% Var
EBITDA	154,7	174,0	12,5%
Mg Ebitda	13,0%	8,6%	
Construcción	57	43	-25,0%
Mg Ebitda	6,5%	5,0%	
Vallehermoso	23	54	132,1%
Mg Ebitda	10,0%	5,8%	
Concesiones	9,9	11	10,7%
Mg Ebitda	54,9%	52,1%	
Testa	56,0	57	2,0%
Mg Ebitda	82,3%	81,5%	
Servicios	16	22	36,3%
Mg Ebitda	9,0%	10,5%	
Holding y Ajustes	-8	-13	68,7%
EBIT	115	45	-61,1%
Bº Neto	205	40,6	-80,2%

Comentario. Sacyr presentó unos resultados del 1T.09 que reflejaron los esfuerzos que la compañía lleva realizando los últimos meses para fortalecer una estructura de negocio, que sin embargo, aún muestra serias debilidades. Construcción, la división que más peso tiene en el Grupo, reflejó una caída de las ventas como consecuencia del buen comportamiento que esta división tuvo en el mismo periodo del ejercicio pasado, donde supo aprovecharse de la aceleración de licitaciones de obras antes de las elecciones generales, que tuvieron lugar en el mes de marzo. Sin embargo, el Ebitda de la división ha sufrido un gran retroceso y los márgenes se han visto muy presionados a la baja. Además, la compañía no espera una recuperación sustancial de los mismos a lo largo del año como consecuencia de la drástica caída de la edificación residencial en España. En lo que se refiere a Vallehermoso, a pesar de que ha logrado incrementar sus cifras de ventas y Ebitda de forma muy importante respecto al año anterior, ello sólo ha sido posible mediante la venta de promociones y suelo a precios notablemente inferiores a los previstos en las últimas tasaciones realizadas por expertos independientes. En concreto, la venta de suelo se ha llevado a cabo con descuentos comprendidos entre un -15% y un -20%. El peso relativo del negocio de Concesiones tras la venta de Itinere se ha visto muy reducido, aunque será precisamente la caja recibida por la venta de su filial (2.000 Mn €) lo que permitirá a la compañía reducir su nivel de endeudamiento, que actualmente asciende a 13.000 Mn €. Con esta amortización de deuda esperamos que la compañía mejore la foto de su balance y sea capaz de reducir el elevadísimo ratio DN/Ebitda (22x) con el que cerró 2008. Esta sensible disminución del apalancamiento permite a la compañía ser optimista de cara a hacer frente al calendario de vencimientos de su deuda. Sin duda deberá seguir poniendo todos sus esfuerzos en ello ya que, seguimos percibiendo la confluencia de dos circunstancias peligrosas: elevado endeudamiento y debilidad de sus principales áreas de actividad, con la excepción de Servicios, que continúa presentando una evolución muy positiva tanto en crecimiento de ventas como de Ebitda y en consolidación de márgenes. Valoriza sigue siendo la división que mayor visibilidad proporciona al Grupo.

La fuerte caída del Beneficio Neto (-80,2%) se debe fundamentalmente a una modificación del criterio de contabilización de su participación en Repsol. En esta ocasión, únicamente se ha contabilizado el dividendo otorgado por ella y no la parte proporcional del resultado de la petrolera. Ello responde simplemente a una política de prudencia por parte de Sacyr.

Valoración. Si bien los resultados de la compañía no invitan a ser excesivamente optimistas con el valor a medio y largo plazo, sí que percibimos ciertas señales que nos invitan si no al optimismo, sí a moderar nuestro discurso tan negativo que desde el ejercicio pasado nos merece la compañía. Lo cierto es que los esfuerzos por reducir sus niveles de endeudamiento están dando sus frutos, Valoriza sigue consolidando su posicionamiento en el mercado español y la compañía ha sabido dar salida a activos de Vallehermoso a pesar de un escenario tremendamente adverso en lo que al sector inmobiliario se refiere. Sin embargo pensamos que ahí se acaban todas, o casi todas las buenas noticias, ya que, el core business de la compañía, Construcción, sigue lastrando la evolución de los resultados del Grupo, la venta de activos inmobiliarios se está llevando a cabo vía fuertes penalizaciones de sus valoraciones, la estructura financiera del Grupo sigue siendo ciertamente preocupante y la participación de Repsol continúa mostrándose como una carga financiera difícilmente asumible para Sacyr. Por ello, seguimos reiterando nuestra recomendación de **VENDER**, ya que seguimos percibiendo fuertes incertidumbres en la actividad de construcción nacional y continuamos observando un posicionamiento más débil de Sacyr frente a sus competidores.

CALENDARIO DE INDICADORES ECONOMICOS

HORA	PAÍS	INDICADOR	MES		CONSENSO	ÚLTIMO
Semana						
Lu-Vie	Alemania	Precios al por mayor	Abr		--	-0,9% m/m -8,0% a/a
Lunes 11						
8:45	Francia	Producción industrial	Mar		-0,5% m/m -14,6% a/a	-0,5% m/m -15,5% a/a
Martes 12						
8:00	Alemania	Precios al consumo (F)	Abr		0,0% m/m 0,7% a/a	-0,1% m/m 0,5% a/a
8:00	Alemania	Precios al consumo armonizado (F)	Abr		0,7% a/a	0,7% a/a
9:00	España	Compras de viviendas	Mar		--	--
10:30	U.K	Balanza comercial	Mar		--	-3248
10:30	U.K	Producción industrial	Mar		-0,7% m/m -12,7% a/a	-1,0% m/m -12,5% a/a
14:30	EE.UU	Balanza comercial (MM)	Mar		-29,2	-26,0
20:00	EE.UU	Presupuesto mensual (MM)	Abr		-63,0	159,3
Miércoles 13						
8:45	Francia	Precios al consumo	Abr		0,2% m/m 0,2% a/a	0,2% m/m 0,3% a/a
9:00	España	Precios al consumo	Abr		1,0% m/m -0,1% a/a	0,2% m/m -0,1% a/a
9:00	España	Precios al consumo subyacente	Abr		1,2% a/a	1,3% a/a
9:00	España	Precios al consumo armonizado (F)	Abr		-0,1% a/a	-0,1% a/a
10:30	U.K	Tasa paro	Abr		4.7%	4.5%
11:00	UME	Producción industrial	Mar		-1,2% m/m -17,6% a/a	-2,3% m/m -18,4% a/a
11:30	U.K	Informe Trimestral Inflación BoE				
13:00	EE.UU	Solicitudes de hipoteca	May			2,0%
14:30	EE.UU	Precios importación	Abr		0,4% m/m	0,5% m/m
					--	-14,9% a/a
14:30	EE.UU	Ventas al por menor	Abr	-0.20%	0.00%	-1,2%
14:30	EE.UU	Ventas al por menor ex autos	Abr	0.20%	0.20%	-1,0%
16:00	EE.UU	Inventarios de negocios	Mar		-1,2%	-1,3%
16:30	EE.UU	Inventarios semanales de crudo (Mb)				605
Jueves 14						
9:00	España	PIB (P)	1T09		-1.8% -2.9%	-1,0% -0,7%
10:00	UME	Informe Mensual del BCE				
14:30	EE.UU	Precios de producción	Abr		0,1% m/m -3,9% a/a	-1,2% m/m -3,5% a/a
14:30	EE.UU	Precios de producción subyacente	Abr		0,1% m/m 3,4% a/a	0,0% m/m 3,8% a/a
14:30	EE.UU	Demandas de desempleo (m)	May		--	601
Viernes 15						
8:00	Alemania	PIB (P)	1T09		-3,0% t/t -6,0% a/a	-2,1% t/t -1,7% a/a
8:45	Francia	PIB (P)	1T09		-1,3% t/t -2,5% a/a	-1,1% t/t -0,9% a/a
11:00	UME	Precios al consumo (F)	Abr		0,4% m/m 0,6% a/a	0,4% m/m 0,6% a/a
11:00	UME	Precios al consumo subyacente	Abr		1,6% a/a	1,5% a/a
11:00	UME	PIB (P)	1T09		-2,1% t/t -4,1% a/a	-1,6% t/t -1,5% a/a
14:30	EE.UU	Precios al consumo	Abr	-0,1% m/m -0,7% a/a	0,0% m/m -0,6% a/a	-0,1% m/m -0,4% a/a
14:30	EE.UU	Precios al consumo subyacente	Abr	0,1% m/m 1,8% a/a	0,1% m/m 1,8% a/a	0,2% m/m 1,8% a/a
14:30	EE.UU	Empire Nueva York	May		-14,00	-14,65
15:00	EE.UU	Compras netas por extranjeros (MM)	Mar		--	22.0
15:15	EE.UU	Producción industrial	Abr	-0,6%	-0,6%	-1,5%
15:15	EE.UU	Utilización de capacidad	Abr	68,8%	68,8%	69,3%
16:00	EE.UU	Confianza consumidor Universidad Michigan (P)	May	67.0	66.5	65.1

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