

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.072,40	1,04
EUROSTOXX 50	2.149,18	1,03
FTSE 100	3.900,25	-0,29
DAX 30	4.223,29	0,86
CAC 40	2.893,45	0,66
DOW JONES	7.749,81	1,17
S&P	813,88	0,96
NASDAQ	1.528,95	0,82
NIKKEI	8.636,33	1,84

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.051,50	0,97
BRENT	52,52	-0,40
BUND ALEM	123,02	-0,02
TREASURY 10A	122,89	-0,72

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3574	1,3482
USD/JPY	97,92	97,54

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,99	1,01
USA	1,33	1,46

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,17	2,19	1,74
5-10	0,95	0,95	0,78
10-30	0,49	0,49	0,91

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,97	1,97	0,56	0,00
5 ^A	3,19	3,21	0,82	-0,33
10 ^A	4,13	4,16	0,99	-0,60
30 ^A	4,62	4,64	0,56	-0,82

INDICE FONDOS INVERSIÓN

	FEBRERO	2009
	-1,19	-1,77%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,39	1,38
J09	1,44	1,43
S09	1,63	1,61
D09	1,74	1,72

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
THALES	A1 / A-	4,375	4 a	+190
BHP	A1 / A+	4,75	3 a	+255
BHP	A1 / A+	6,375	7 a	+325
JP MORGAN	Aa3 / A+	6,125	5 a	+345
BANCO COP	Aaa / AAA	3,125	3 a	+95
HEINEKEN	Sin rating	7,125	5 a	+437
VOLKSWAGEN	A3 / A-	5,25	2 a	+350
ELM BV	Baa1 / BBB+	6,5	4 a	+400
DEXIA	Aa1 / AA+	FRN	18 m	+70
BAYER	A3 / A-	4,625	5,5 a	+190

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

Nuevo cierre alcista para los mercados europeos, impulsados por la publicación de unos datos de pedidos duraderos y de ventas de viviendas nuevas en EEUU que superaron claramente las previsiones. De nuestro mercado volvió a destacar GAS (+6,9%), que así confirma su recuperación desde que inició su OPA sobre UNF (+0,0%). Le siguieron GRF (+4,8%), ITX (+4,8%) que publicó sus cifras anuales y emitió un tono confiado de cara al futuro, ABG (+4,2%) y SYV (+3,1%). Por el lado de las caídas destacaron TL5 (-3,8%), ACX (-3,2%) e IDR (-1,8%).

En el resto de Europa destacaron las empresas de automóviles y seguros. Así, VW (+10,7%), Renault (+4,0%), Aegon (+5,8%), Generali (+4,1%) e ING (+3,2%). En el sector bancario asistimos a algunos recortes como fueron los casos de Deutsche Bank (-1,3%), BNP (-2,3%) y Credit Agricole (-3,6%). El sector industrial y de ingeniería, con Alstom (-4,6%), Siemens (-4,0%) experimentó recortes tras publicarse unos comentarios del presidente de la segunda de ellas confirmando el deterioro del entorno sectorial.

El mercado de deuda pública, principalmente estadounidense, reflejó ciertas caídas en precio derivadas principalmente de un sesgo de los datos mejor de lo esperado y la subasta fallida de Gilts en Reino Unido, que afectó en mayor medida a la curva en EE.UU. (al fin y al cabo la política monetaria y de emisión de deuda entre en ambas zonas es bastante similar). Además, la relativa floja demanda en la subasta del 5 años estadounidense, también ayudó a consolidar este movimiento. Todo ello, pese a que la Fed comenzó con su programa de compra de Tresuries (7.500 millones de dólares), principalmente concentrados en el tramo del 7 años (entorno a un 37% del total). La curva europea, por su parte, casi no experimentó cambios en el cómputo general de la jornada, si bien la apertura de hoy, refleja el comportamiento del mercado estadounidense antes comentado (hay que tener en cuenta que los cierres que Bloomberg muestra son tomados a las 17:30, antes que se anunciaran los resultados de ambas subastas). Además, la fortaleza de las bolsas también ayuda a ello. En materia de crédito, se volvieron a producir reducciones de diferenciales, en la línea con la corriente de optimismo que se lleva observando en las últimas semanas.

En ratings destacó cómo Fitch puso en bono basura a Peugeot (de BBB- a BB+ con perspectiva negativa), a Renault (de BBB- a BB), a Fiat (de BBB- a BB+), mientras que a Daimler lo uso en outlook negativo (BBB+). Por otro lado, Moody's rebajó a Bank of America, junto con Merrill Lynch, de A1 hasta A2, a Wells Fargo, incluyendo Wachovia, de Aa3 hasta A1 y, por último a Danske Bank, en deuda subordinada, lo bajó de A1 hasta A3.

PREVISIONES PARA EL DIA

Los principales datos que se conocerán hoy serán la M3 de la zona euro del mes de febrero y el dato final de PIB estadounidense y demandas semanales de desempleo. En cualquier caso, y como lleva sucediendo en los últimos meses, su incidencia en el mercado debería de ser muy limitada. En todo caso, podría tener algo de peso la última variable ante la repercusión que puede tener sobre las expectativas del informe de empuje que se publicará la semana que entra.

En lo que a comparecencia respecta, hoy habrá varias de personalidades estadounidenses, destacando una de Geithner (15:00) sobre regulación. El resto serán de Lockhart (10:00), Lacker (14:25 y 17:30), Fisher (17:00) y Stern (18:00). Del BCE las referencias serán Papademos (11:15) y Wellink (13:00).

Como hemos comentado anteriormente, la jornada comienza con cierto tensionamiento en la curva, que podría continuar en el cómputo general de la sesión.

ANÁLISIS TÉCNICO
IBEX 35

- ✓ **Resistencia:** 8.150
- ✓ **Soporte:** 6.800

BUND (Jun 09)

- ✓ **Resistencia:** 123,00 / 123,80 / 124,10
- ✓ **Soporte:** 122,60 / 121,50 / 120,30

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
					8:10	Alem	Confianza del consumidor GfK	2,5	2,6
					8:45	Fran	Confianza del consumidor	-44	-43
					9:00	Esp	Concesión de hipotecas		-31,7% a/a
					10:00	UME	M3	5,5% a/a	5,9% a/a
					10:30	UK	Ventas al por menor	2,5% a/a	3,6% a/a
					13:30	EEUU	PIB (F)	-6,6% t/a	-6,2% t/a
					13:30	EEUU	Deflactor del PIB	0,5% t/a	0,5% t/a
					13:30	EEUU	Deflactor cons. personal sub	0,8% t/a	0,8% t/a
					13:30	EEUU	Demandas de desempleo (m)	650	646

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Incremento de las ventas de viviendas nuevas en febrero, tras varios meses de caídas

Comentario: Las ventas de viviendas nuevas acumuladas en los últimos doce meses hasta febrero de este año contabilizaron un total de 337.000, lo que provocó una subida de un 4,7%. Ello supuso un registro mejor de lo esperado por el consenso del mercado que anticipaba una nueva caída hasta un nivel de 300.000 unidades. Además, sería el primer incremento después de 6 meses reflejando caídas en las transacciones. En la descomposición se pudo observar una leve reducción del índice de exceso de oferta en el mercado, pasando desde 12,9 hasta 12,2. Pese a ello, cabe recordar que se encontraría en una zona muy superior a la media histórica de la referencia, lo que aún implicaría un fuerte desacople entre la oferta y la demanda. En materia de precios, el sesgo varió dependiendo de la medida de contabilización de los mismos. Así, en media se produjo una subida del 5,0% mensual, mientras que en mediana hubo una caída del 2,9%. Ambos datos, ofrecen señales de gran divergencia en los precios de venta de los inmuebles.

Sorpresa positiva de los pedidos de bienes duraderos de febrero

Comentario: La lectura de los pedidos de bienes duraderos mostró una parte positiva con un incremento destacado del dato general (+3,4%) y exceptuando autos (+3,9%), en ambos casos muy por encima de lo esperado (-2,5% y -2,0% respectivamente). Pese a todo, los envíos descendieron en un 0,5% mensual. En cualquier caso, lo más relevante de la referencia de febrero fue la subida de un 6,6% de los bienes de capital exceptuando las partidas de defensa y transporte aéreo, con un aumento del 0,6% de los envíos, lo cual ofrecería señales positivas de cara al gasto en capital de las empresas estadounidenses en el mes. La parte más negativa de la referencia fue la intensa revisión a la baja del dato de enero, pasando de un -5,2% a un -7,3% en lo que a los pedidos de bienes duraderos generales se refiere, y de -2,5% a -5,9% en el caso del componente subyacente. De hecho, los bienes de capital sin defensa y transporte aéreo llegaron a caer en un 11,3% cuando la lectura de enero había marcado un -5,7%. Así, tomando en conjunto las lecturas de los dos primeros meses del año, el sesgo del mismo sería muy negativo, pese a la positiva lectura de febrero.

Ayer también se conocieron las peticiones de hipotecas de la semana pasada en comparación con la anterior con un incremento del 32,2%. Dicho incremento estuvo basado en las peticiones de refinanciación (41,5%) ya que las de compra efectiva aumentaron considerablemente menos (4,2%).

Por último, resaltar el resultado de los inventarios semanales de crudo con un incremento de 3.300.000 barriles cuando se manejaba una subida de 1.100.000. El resto de componentes (gasolina y destilados) reflejaron caídas más intensas de lo esperado (1.144.000 frente a 650.000 en el primer caso y 1.584.000 frente a 100.000 en el segundo).

Zona Euro

Nueva caída del IFO alemán del mes de marzo

Comentario: El IFO alemán descendió desde los 82,6 hasta 82,1, lo que supuso situarse muy ligeramente por debajo de las expectativas (82,2). En cualquier caso, y después de los resultados de los PMI alemanes y confianza empresarial belga de ayer, es posible que el mercado manejase un dato algo mejor de lo que estaba reflejado en el consenso. En la descomposición, se pudo observar un nuevo descenso de la visión de la situación actual (de 84,3 a 82,7) y una mejora de las expectativas (de 80,9 a 81,6), pese a lo cual el índice se mantiene descontando un contexto de recesión. De hecho, para que este escenario cambie a otro de recuperación, deberíamos observar una fuerte tendencia alcista de la visión futura de los empresarios, extremo que, en el mejor de los casos, tardará algunos meses en llegar. Por sectores, la mayoría reflejaron descensos, destacando en este sentido los del comercio mayorista (de -27,9 a -31,6) y el minorista (de -24,3 a -28,2). Así, parece que la contracción del comercio mundial y la falta de consumo interno han afectado directamente a ambas partidas (no hay que olvidar que Alemania es la principal economía exportadora de la zona euro). En el lado positivo resaltó la construcción (de -24,5 a -22,2), lo que pudo deberse a los efectos positivos que tiene sobre el sector el clima más cálido que se ha observado durante el mes.

Ayer también se publicaron los precios de producción españoles de febrero pasando de una tasa interanual del -0,5% a una del -1,1%. La mayor caída estuvo basada en las partidas de energía (-1,9%) y bienes intermedios (-3,2%), siendo los más inflacionistas los bienes de capital con una subida del 1,5%. En cualquier caso, es de destacar que la mayor caída no estuvo en el componente energético, por lo que no podríamos achacar este resultado a la caída que arrastra el crudo en relación con el mes de febrero del año pasado.

RESULTADOS ESPAÑA

INDITEX



Publicación de resultados 2008.

Mn €	4T.08	4T.07	% Var.	2008	2007	% Var.
Ingresos	3.054	2.802	9,0%	10.407	9.435	10,3%
Coste Ventas	1.375	1.243	10,6%	4.493	4.086	10,0%
<i>Mg Bruto</i>	55,0%	55,6%	-1,2%	56,8%	56,7%	0,2%
Ebitda	642	674	-4,7%	2.187	2.149	1,8%
<i>Mg Ebitda</i>	21,0%	24,1%	-3,0%	21,0%	22,8%	-1,8%
Ebit	455	538	-15,4%	1.587	1.652	-3,9%
<i>Mg Ebit</i>	14,9%	19,2%	-4,3%	15,2%	17,5%	-2,3%
B. Neto	410	425	-3,5%	1.253	1.250	0,2%
<i>Mg Neto</i>	13,4%	15,2%	-1,7%	12,0%	13,2%	-1,2%

Comentario. Buenos resultados en global y bastante en línea con nuestras estimaciones (Ingresos 10.323 Mn € E, Ebitda 2.207 Mn € E y BN 1.228 Mn € E). Las ventas crecieron un +12% a tipo de cambio y perímetro constante, con crecimientos positivos en todas las zonas geográficas. Sobre ese ritmo de crecimiento comentar que en su práctica totalidad vino marcado por una mayor superficie de venta (+14% vs +11,2% E, causado por una mayor superficie y tiendas en el formato Zara), ya que las ventas like for like fueron planas (+1% 1S.08 y -0,7% 2S.08). Destacar igualmente que las ventas ex España suponen ya el 65% del total, incrementando su peso resto de Europa y Asia. El margen bruto, quizás el dato más destacable del P&L, estuvo muy por encima de lo que esperábamos (-0,7% E), mientras que en relación a lo que esperábamos en el resto de márgenes, éstos responden en consecuencia a esa mejora en el bruto y a unas mayores ventas publicadas, puntualizando que en el Mg Ebit hay un mayor deterioro producto de las mayores amortizaciones de nueva superficie. Como outlook, se espera un crecimiento de la nueva superficie del +11%, con una CAPEX de 600 Mn €. El rango previsto de nuevas tiendas es de 450 – 370, cuya superficie nueva será en un 95% internacional. La compañía espera un ahorro de 75 Mn € en costes operativos. El dividendo propuesto es de 1,05 €/acc vs 1,03 €/acc E (DY ~ 4%), que supone prácticamente repetir el pagado con cargo a 2007.

En la posterior conference call, se destacó el hecho de que el ritmo de crecimiento se ha adecuado a la nueva situación económica y al contexto internacional (el anterior objetivo estaba en un +15% de nueva superficie), con una reducción del CAPEX del 15% por metro cuadrado. En relación a la posible evolución de las ventas, como es habitual no se dio guía de crecimiento, comentándose que las ventas a tipo de cambio constante y ajustadas a calendario aumentaron un +9% en febrero, si bien se restó importancia a este hecho ya que “febrero es el mes menos significativo del ejercicio fiscal”.

Valoración. Al margen de los resultados, que tampoco se distanciaron mucho respecto al consenso, en nuestra opinión lo que indudablemente más gustó de los mismos, como demostró la reacción del valor, fue el mensaje dado en torno al crecimiento y la capacidad de generación de caja de la compañía. La idea es que Inditex aprovechará las oportunidades que deje la crisis en materia de nueva superficie comercial, sosteniendo un ritmo de aperturas elevado aunque inferior al de años recientes pero con un ahorro importante de inversión. En números, eso significa que frente a nuestra estimación de CAPEX de expansión para 2009 de 900 Mn € la compañía invertirá un 30% menos de lo que estimamos, lo que repercutirá sin duda en la caja libre generada, ya que no es de esperar una debacle en márgenes, y contribuirá a sostener el dividendo. El lado negativo del mensaje de la conference call para nosotros estuvo en cuanto al crecimiento like for like de las ventas, al menos para este año, ya que el mismo vendrá marcado exclusivamente por la contribución de la nueva superficie comercial. Esta será un 7% superior a nuestra estimación para 2009 aunque con un número inferior de tiendas, lo que de nuevo ayuda a suavizar la interpretación que cabe hacerse del crecimiento esperable. Así pues, con las conclusiones que hemos obtenido y debiendo revisar al alza aspectos como una mayor superficie y esas mejoras de eficiencia previstas, la posibilidad de elevar nuestro precio objetivo es muy elevada por lo que en las próximas semanas revisaremos estimaciones. Hasta ese momento ponemos nuestra recomendación **EN REVISIÓN**.