

**INDICES**

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.076,20	0,05
EUROSTOXX 50	2.156,97	0,36
FTSE 100	3.925,20	0,64
DAX 30	4.259,37	0,85
CAC 40	2.892,07	-0,05
DOW JONES	7.924,56	2,25
S&P	832,86	2,33
NASDAQ	1.587,00	3,80
NIKKEI	8.626,97	-0,11

**FUTUROS**

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.049,00	-0,03
BRENT	52,95	0,82
BUND ALEM	123,08	0,05
TREASURY 10A	123,56	0,55

**DIVISAS**

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3574	1,3574
USD/JPY	97,85	97,92

**DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA**

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,95	0,99
USA	1,34	1,33

**DIFERENCIAL CURVA**

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,16	2,17	1,72
5-10	0,93	0,95	0,77
10-30	0,48	0,49	0,89

**DEUDA**

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 <sup>A</sup>	1,92	1,97	0,51	0,03
5 <sup>A</sup>	3,15	3,19	0,78	-0,34
10 <sup>A</sup>	4,08	4,13	0,95	-0,59
30 <sup>A</sup>	4,56	4,62	0,54	-0,82

**INDICE FONDOS INVERSIÓN**

FEBRERO	2009
-1,19	-1,77%

**F EURIBOR 3M**

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,36	1,36
J09	1,40	1,42
S09	1,59	1,61
D09	1,71	1,74

Datos seleccionados a las 7:50 AM

**ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA**

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
PINAULT	BBB-	8.625	5 a	+590
STATKRAFT	Baa1 / BBB+	6.625	10 A	+320
STATKRAFT	Baa1 / BBB+	5.50	6 A	+250
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

**PERSPECTIVAS DE MERCADO**
**SESIÓN ANTERIOR**

De nuevos las plazas europeas fueron capaces de cerrar la sesión en positivo, alentadas por el dato revisado del PIB en EEUU y por la apertura alcista general del mercado estadounidense. En nuestro mercado destacaron, entre otros, BME (+3,2%), GAS (+3,0%), cuyo plazo de aceptación de la OPA sobre UNF vence hoy, y POP (+2,5%). También IDR (+2,2%), GAM (+2,0%) y SAB (+1,5%). Por el lado de las caídas, ENG (-5,5%) y REE (-2,8%) se vieron castigadas a pesar de la recomendación favorable de un banco de inversión. Otros valores ligados al sector de utilities como IBE (-2,3%), IBR (-2,2%), ELE (-2,2%) y ANA (-1,8%) también se vieron arrastrados.

En el resto de Europa, fuertes subidas en el sector de automóviles con VW (+7,6%), que sigue disparada tras obtener Porsche financiación para poder seguir incrementando su posición en el capital de la compañía, y Renault (+3,8%). Deutsche Boerse (+6,2%) subió al ritmo del conjunto del sector. Por el lado de las caídas, destacaron Unicredit (-2,7%), Axa (-2,7%) y LVMH (-2,0%). Siguiendo la tendencia del sector, GDF Suez (-1,6%) y E.On (-1,0%).

Ayer contemplamos una sesión relativamente neutra en deuda de gobiernos, ya que, tras una apertura fuertemente bajista por las subidas bursátiles de la noche anterior, el movimiento se vio corregido hasta acabar prácticamente sin variación ante la escasez de novedades en el día.

En ratings destaca cómo Fitch rebajó a Prudential PLC de AA- a A+ con perspectiva negativa. Por otra parte, Moody's situó en outlook negativo a Veolia (A3).

**PREVISIONES PARA EL DIA**

Para hoy la principal referencia será el informe estadounidense de ingresos y gastos personales de febrero y el dato preliminar de precios al consumo alemanes de marzo, referencia que se conocerá después de que se publiquen los datos respectivos de los estados del país. Independientemente de la capacidad de ambas referencias de mover mercado (en estos momentos es limitada en ambos casos), en la primera de las referencias habrá que prestar atención a dos variables: la primera de ellas el deflactor del gasto subyacente, como principal medida de inflación del la Fed, y la segunda la tasa de ahorro, ya que sería una variable interesante de cara a observar el proceso de desapalancamiento de las familias.

Para hoy no están previstas comparecencias de autoridades monetarias o económicas relevantes, aunque es habitual que estos días realicen declaraciones no anticipadas.

Ante la ausencia de otras noticias, posiblemente el mercado de deuda de gobiernos se encuentra pendiente de datos macroeconómicos, ante la importancia del informe de ingresos y gastos y, sobre todo, de la inflación alemana, que podría tener más peso sobre la curva europea. En este sentido, nuestras previsiones indican que el saldo final debería ser de compras.

**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.
					0:00	Alem	Precios al consumo	0,7% a/a	1,0% a/a
					0:00	Alem	Precios al consumo armon	0,7% a/a	1,0% a/a
					8:00	Alem	Precios de importación	-6,0% a/a	-5,1% a/a
					8:45	Fran	PIB (F)	-0,2%	-1,2% t/t
					13:30	EEUU	Ingreso personal	-0,1%	0,4%
					13:30	EEUU	Gasto personal	0,2%	0,6%
					13:30	EEUU	Deflactor del gasto	0,8%	0,7%
					13:30	EEUU	Deflactor del gasto suby	1,6%	1,6%
					15:00	EEUU	Conf consum U. Michigan (F)	56,8	56,6

## DATOS MACROECONÓMICOS

### EE.UU.

#### Menor revisión a la baja de la esperada por el consenso del mercado en el PIB del cuarto trimestre

**Comentario:** El dato final de PIB correspondiente al cuarto trimestre del pasado año se saldó con una revisión a la baja de la segunda estimación desde un -6,2% trimestral anualizado hasta un -6,3%. Ello supuso un registro tres décimas mejor de lo que manejaba el consenso en un principio. Pese a todo, el dato es claramente negativo y refleja de manera notable la recesión económica que sufre EE.UU. en estos momentos. A esta misma conclusión se llegó después de observar la descomposición de la referencia, donde todas las partidas que componen la demanda agregada, a excepción del gasto público, drenaron crecimiento en mayor o menor medida. Así, el consumo privado llegó a caer en un 4,3% trimestral, lastrado principalmente por los bienes duraderos (-22,1%). Además, el componente de inversión se contrajo en un 23%, donde, tanto la residencial (-22,8%) como la no residencial (-21,7%), ayudaron a alcanzar dicho registro. Además, la acumulación de inventarios, que en lecturas anteriores aportó en positivo al crecimiento, llegó a drenar un 0,11%. El saldo neto exterior, por su parte, aportó en negativo en un 0,15%, después de una caída en las exportaciones del 23,6% y de las importaciones de un 17,5%.

Ayer también se publicaron las demandas semanales de desempleo que alcanzaron los 652.000 desde 644.000, en lo que significó un registro bastante en línea con las expectativas del mercado. Las peores noticias provinieron del número total de personas que reciben ayudas al desempleo, que contabilizaron un total del 5.560.000 desde los 5.438.000 de la semana anterior. Dicho registro sería claramente compatible con una nueva e intensa aceleración de la tasa de paro, dato que se dará a conocer la semana que entra.

### Zona Euro

#### La M3 de la zona euro en febrero experimentó una nueva desaceleración

**Comentario:** La M3 de la zona euro correspondiente al mes de febrero se saldó con una desaceleración de una décima hasta el 5,9% después de que el registro de enero fuese revisado al alza, también en una décima. De esta forma, el registro sorprendió al alza las expectativas del consenso que pasaban por una desaceleración hasta el 5,5%. En la descomposición se pudo observar como la M1 pasó de un 5,1% a un 6,3%, como consecuencia de la aceleración de los depósitos a la vista (de 3,5% a 4,9%) y a tres meses (de 3,7% a 5,4%). La M2, por su parte, pasó de un dato del 7,5% a uno del 7,0%. En lo que al crédito se refiere, las instituciones de crédito vieron cómo su pasivo procedente de gobiernos pasó de un crecimiento del 89,7% a uno del 78,8% (tasas tan elevadas se explican por las importantes aportaciones que los mismos hicieron en los rescates al sector financiero), mientras que el crédito al sector privado de los bancos a las empresas siguieron desacelerándose de un 5,0% a un 4,2% (vía préstamos). En lo que al crédito a hogar se refiere, se pasó de un 1,2% a un 0,7%, donde el hipotecario pasó de un 1,0% a un 0,5% y el crédito al consumo de un 1,2% a un 1,0%.

## COMPAÑÍAS ESPAÑA

### IBERIA



#### Sin novedades en relación a su fusión con BA. Acuerdo con los pilotos.

**Comentario.** El consejo de administración mantuvo ayer una reunión en la que, según prensa, el punto clave del día sería analizar el estado de la fusión con la británica BA. Sin embargo, a pesar de la expectación levantada, ningún comunicado fue emitido en relación a este hecho. Expansión cita a fuentes que confirman que las conversaciones siguen su curso y que en las próximas semanas se volverán a reunir de manera extraordinaria para tratar el acuerdo. Por otra parte, aunque tampoco nos consta confirmación, la compañía podría haber alcanzado un acuerdo con el sindicato de pilotos SEPLA en relación a la firma del nuevo convenio laboral. Los puntos clave del acuerdo son: 1) subidas salariales para 2008 y 2009 del 3,5% y 0,6%, 2) moratoria laboral de cinco años para pilotos de más de 60 años y 3) eliminación de los wet leases.

**Valoración.** En relación a la reunión del consejo, creemos que es más de lo mismo, es decir, nada nuevo. Meses atrás el presidente manifestó que marzo sería un mes clave para la fusión y el mes acaba sin ningún tipo de novedad, por lo que se van cumpliendo nuestras previsiones sobre el retraso de la misma lo que, de nuevo bajo nuestra opinión, debería derivar en un aplazamiento del acuerdo *sine die*. Dada la proximidad de la festividad de Semana Santa no creemos que se tengan novedades hasta después de la misma, por lo que ese nuevo "retraso" podría empezar a generar cierto nerviosismo entre los inversores, algo que ya se percibe en la cotización. Sobre el posible acuerdo con el SEPLA, dada la evidente conflictividad de este sindicato, un acuerdo debería ser bueno pero no a cualquier precio. Las subidas salariales son generosas teniendo en cuenta que si la inflación en 2008 fue del 1,4%, para este año es previsible que no oscile mucho más allá del 1%, por lo que la subida media será superior a su referencia e igualmente superior a la de otros colectivos. Dado que existe un rumor sobre una posible segregación del negocio de mantenimiento, este hecho podría añadir tensión a un colectivo que agrupa al 17,5% de la plantilla total. Tampoco vemos positivo que se alargue la vida profesional, y por tanto el coste salarial, de los pilotos que más coste generan, al igual que la eliminación de los wet leases es una mala noticia ya que los mismos dotan de una gran flexibilidad a la flota. **Recomendación: VENDER.**

## SECTOR TV

**La Sexta se muestra favorable a la integración de cadenas de TV nacionales.**

**Comentario.** El consejero delegado de La Sexta, se manifestó abiertamente a favor de un proceso de integración en el sector audiovisual, declarando que "igual hay bodas". Éste fue más allá al asegurar que su cadena ha mantenido conversaciones informales con todos los grandes grupos de comunicación nacionales excepto con Vocento, pero que no se ha producido acuerdo alguno.

**Valoración.** Sorprendentes declaraciones sobre todo por lo convencido que se mostró el consejero delegado, ya que en su opinión, en un plazo de un año espera una nueva configuración hacia un sector con tres grandes plataformas de TV, lo que se traduce por tanto en un inminente proceso de concentración. La base de esa afirmación está en el cambio producido en la Ley Audiovisual, por la cual se modificaron los límites legales para la integración de cadenas con la eliminación del límite accionarial que una cadena o propietario pueda tener en otra cadena de televisión, y que hasta la fecha era del 5%. La única restricción vigente es que la audiencia media acumulada no supere el 27% de audiencia total, por lo que en ese "baile" su cadena sería un claro protagonista. En nuestra opinión las declaraciones de Contreras parecen más un ofrecimiento, ya que la situación del mercado de ingresos publicitarios y los elevados costes de programación de la cadena, podrían haber incrementado notablemente las pérdidas de más de 100 Mn € con que cerró en 2007, por lo que es más una cuestión de supervivencia que de lógica empresarial y sobre todo de rentabilidad financiera. En lo que sí coincidimos es que con cinco cadenas nacionales, con sus respectivos canales temáticos de TDT, más las autonómicas, locales y las cadenas de pago, el sector se encuentra extremadamente atomizado con una notable sobreoferta en un momento muy delicado para la publicidad, por lo que sí podría tener sentido un proceso de acuerdos pero más encaminados a compartir costes y sinergias de contenidos y no tanto a fusiones. Dado que A3 y TL5 no pueden fusionarse, mucho menos TVE, y que Cuatro y La Sexta están en un plano de total enfrentamiento por sus accionistas mayoritarios, Mediapro y Prisa, lo que no vemos sentido es integrar cadenas minoritarias en audiencia con fuertes pérdidas, que no alcanzarán break even en un plazo teórico de al menos dos años. Declaraciones por tanto sorprendentes pero que podrían incorporar un componente especulativo a las acciones de cadenas cotizadas.

## SACYR

**Sacyr logra refinanciar su deuda contraída por Repsol.**

**Comentario.** La constructora ha conseguido renegociar con las entidades bancarias su deuda contraída por la adquisición del 20% del capital social de Repsol que llevó a cabo en 2006. Para ello la compañía tendrá que depositar como garantía de dicho préstamo las acciones de su filial inmobiliaria Vallehermoso. Hasta ahora, el préstamo estaba garantizado con las propias acciones de la Repsol, con la condición de que cuando la cotización de la petrolera se situara por debajo de los 12,48 €/acc durante tres días consecutivos, se activaban las margin calls, a través de las cuales Sacyr debía depositar las acciones de su filial Testa como garantía adicional. En el nuevo escenario, este umbral en la cotización de Repsol se situaría en los 9 €/acc lo que sin duda disminuye de forma sustancial el riesgo de tener que aportar nuevas garantías adicionales.

**Valoración.** Se trata de una buena noticia para Sacyr, probablemente la única que podía darse después del fracaso en el proceso de venta de su participación en Repsol llevado a cabo los últimos meses. Esperamos que el mercado lo reciba con buenos ojos, al fin y al cabo supone un importante balón de oxígeno para el balance de la compañía. No obstante, mirando la noticia con más perspectiva, observamos que nos encontramos ante un paso más que da la compañía en el deterioro de su estructura de negocio, que en estos momentos se ve como máximo accionista de una compañía que está lejos de formar parte de su core business, con un negocio de infraestructuras que se ha visto obligada a vender para disminuir su endeudamiento, una actividad de Servicios de la que pretende desprenderse por similares motivos y con dos de sus filiales (Testa y Vallehermoso) sometidas al riesgo de poder ser ejecutadas sus acciones por los bancos ante posibles incumplimientos del pago de su deuda. Sin duda, y aunque hoy el mercado pueda premiar la cotización de Sacyr, la compañía sigue dándonos pocos motivos para poder cambiar nuestra perspectiva sobre ella a largo plazo, aunque ello no quita para que, a corto plazo, pueda entrar dentro del juego especulativo que en las últimas semanas han protagonizado otras inmobiliarias que al igual que Sacyr han logrado refinanciar su deuda. Por ello seguimos manteniendo nuestra **recomendación de VENDER.**

## INDRA

**Indra abandona el proceso de compra de Telvent.**

**Comentario.** Indra a primera hora de esta mañana ha comunicado que ya no participa en el proceso de compra por la participación de la filial tecnológica de Abengoa, Telvent, de la que posee el 63,9%. Las causas podrían ser las diferencias en la valoración y, por tanto, en el precio a pagar. Expansión especula con que la valoración de TLVT por parte de Indra podría haberse situado en torno a 800 Mn € incluida la deuda, 208 Mn €. Tal estimación valoraría en 380 Mn € aproximadamente la participación de ABG. Indra participaba en el proceso junto con entidades industriales como Thales y con firmas de capital riesgo como Cinven y CVC.

**Valoración.** Como ya habíamos comentado en nuestro previo de resultados, el precio con el que se especulaba nos parecía elevado y, a pesar de la compenetración de ambas compañías tanto por negocio como geográficamente, no esperábamos que IDR accediese a pagar más de lo desembolsado en sus recientes adquisiciones. En cuanto al efecto que pueda tener en la cotización creemos que será positivo, ya que el valor se ha visto penalizado por ese miedo a que se pagara un sobreprecio con el fin de ganar tamaño. Nuestra percepción de IDR sigue siendo positiva, creemos que es un valor de gran visibilidad y que tras la retirada del proceso se reducen las incertidumbres ajenas a la actividad, mostrando que no está dispuesta a perder uno de sus grandes fortalezas como la solidez de su balance a cualquier precio. **Recomendación: COMPRAR.**