

**INDICES**

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.360,60	-1,67
EUROSTOXX 50	2.291,33	-1,27
FTSE 100	4.140,23	-1,12
DAX 30	4.572,65	-0,56
CAC 40	3.009,71	-1,27
DOW JONES	8.178,41	0,18
S&P	879,56	-0,17
NASDAQ	1.747,17	0,06
NIKKEI	9.291,06	-1,38

**FUTUROS**

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.327,00	-1,61
BRENT	60,99	-2,43
BUND ALEM	122,16	1,03
TREASURY 10A	118,33	0,68

**DIVISAS**

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3925	1,3905
USD/JPY	93,09	94,26

**DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA**

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,79	0,74
USA	0,73	0,63

**DIFERENCIAL CURVA**

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,79	2,78	2,10
5-10	1,34	1,30	0,95
10-30	0,60	0,62	0,84

**DEUDA**

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 <sup>A</sup>	1,27	1,27	0,10	0,38
5 <sup>A</sup>	2,72	2,75	0,40	0,02
10 <sup>A</sup>	4,06	4,06	0,79	-0,53
30 <sup>A</sup>	4,66	4,67	0,55	-0,69

**INDICE FONDOS INVERSIÓN**

	MAYO	2009
	0,90	1,67%

**F EURIBOR 3M**

	CIERRE	ANTERIOR
S09	0,94	0,94
D09	1,07	1,06
M10	1,16	1,17
J10	1,38	1,41

Datos seleccionados a las 7:50 AM

**ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA**

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
BG ENERGY	A2 / A	3.375	4 a	+98
VERMUND	A1 / A-	4.75	10 a	+130
DEXIA	A1 / A	5.375	5 a	+270
SUEZ	A3	5.50	15 a	+160
PEUGEOT	Baa3 / BBB-	5.375	5 a	+625
BPI (Cov.)	Aaa / AAA	3.00	3 a	+100
J. ANDALUCIA	Aa2 / AA	5.20	10 a	+167
METRO	Baa2 / BBB	5,75	5 a	+300
GE SCF	Aaa / AAA	3,75	5 a	+105
FLANDES	Aaa / AA+	2,625	4 a	+40

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

❑ Nueva sesión de pérdidas para las Bolsas europeas, en una jornada marcada de nuevo por la incertidumbre generada en torno a la solidez de la recuperación ya que los mensajes dados desde la cumbre del G-8 fueron mixtos en ese sentido. Así pues, los sectores más sensibles a ciclo fueron los que lideraron los descensos, con materias primas a la cabeza. Esta vez los bancos se sumaron a los recortes. En España muy poquitos valores acabaron en positivo, destacando GRF (+0,9%). Entre los perdedores destacamos a MTS (-4,9%), TL5 (-4,4%) y FER (-3,8%). En el resto de plazas, igualmente apenas cinco valores en positivo sorprendiendo las subidas de Vivendi (+1,8%) y E.On (+1,7%) ya que sus tendencias de corto eran claramente bajistas. Autos muy castigado, Renault (-7,5%) junto a los valores financieros, Unicredit (-4,1%), Aegon (-4,0%) e ING (-3,9%).

❑ Sesión con compras leves en la deuda de gobiernos centroeuropea, que en la española apenas se materializaron. Más intensa fue la compra y, sobre todo, la reducción de pendiente 2-10 en EE.UU., donde se originó el movimiento, en gran medida debido a los resultados históricos de la subasta de un nuevo 10 años del gobierno estadounidense que registró una demanda enormemente superior a lo previsto.

❑ En ratings sólo destaca cómo Moody's rebajó a Henkel de A2 a A3.

**PREVISIONES PARA EL DIA**

❑ Hoy las referencias macroeconómicas ganarán algo más de peso, si bien es cierto que en términos generales su importancia será relativa. En Europa destacarán los bancos centrales con el anuncio de tipos del BoE y el informe mensual del BCE. En EE.UU., por su parte, habrá que tener en consideración las demandas de desempleo y los inventarios al por mayor por sus implicaciones en el mercado laboral y la actividad productiva respectivamente.

❑ Las comparecencias previstas apenas revisten importancia; sólo se producirán de la Fed y a partir de las 19:30.

❑ Para el día de hoy tampoco se esperan grandes novedades en renta fija. El único acontecimiento de relevancia del día con capacidad para mover mercado es el anuncio de tipos del BoE, pero la probabilidad de que se aleje de lo previsto es muy escasa. La tendencia de fondo es alcista y no tiene razones para alejarse de la misma.

**ANÁLISIS TÉCNICO**
**➤ IBEX 35**

✓ **Resistencia:** 9.750  
 ✓ **Soporte:** 8.500

**➤ BUND (Sep 09)**

✓ **Resistencia:** 122,00 / 122,47 / 124,00  
 ✓ **Soporte:** 120,95 / 119,63 / 118,46

**AGENDA MACROECONÓMICA**

HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
8:00	Alem	Precios al consumo	0,1% a/a	0,1% a/a
8:00	Alem	Precios al consumo armon	0,0% a/a	0,0% a/a
8:00	Alem	Balanza comercial	9,0	9,4
8:00	Alem	Importaciones	0,8% m/m	-6,0% m/m
8:00	Alem	Exportaciones	1,5% m/m	-5,0% m/m
10:00	UME	Informe mensual BCE		
10:30	UK	Balanza comercial	-6750	-7003
13:00	EEUU	Anuncio de tipos BoE	0,5%	0,5%
14:30	EEUU	Demandas de desempleo		614
16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	-1,0%	-1,4%

## DATOS MACROECONÓMICOS

### EE.UU.

#### Nueva caída de los inventarios semanales de crudo, aunque el sesgo del dato no fue excesivamente negativo

**Comentario:** Los inventarios de productos petrolíferos mostraron una nueva caída de los stocks de crudo, en esta ocasión de 2.800.000 barriles (muy en la línea de lo esperado). Sin embargo, la mayor acumulación de barriles de gasolina y de destilados, por encima de lo que se manejaba, ayudó a compensar este resultado. Así, los primeros subieron en 1.900.000 (se manejaban 900.000), mientras que los segundos lo hicieron en 3.700.000 cuando las expectativas pasaban por un aumento de 1.825.000.

Otro dato importante de ayer fue la variación en las peticiones de hipotecas de la semana pasada con respecto a la anterior. Así, se produjo una subida de un 10,9%, de las cuales un 15,2% estaba destinado a la refinanciación y un 6,7% a la compra de viviendas.

### Zona Euro

#### El registro final de PIB de la zona euro del primer trimestre del año se ajustó a las estimaciones iniciales

**Comentario:** El dato final de PIB de la zona euro correspondiente al primer trimestre de este año se saldó con una contracción del 2,5% trimestral, lo que supuso un registro en línea con las estimaciones iniciales. Ello supuso una caída interanual del 4,9% cuando se manejaba un dato del 4,8%. Así, se continuó profundizando en terreno negativo en la dinámica de ambas referencias respecto al cuarto trimestre del pasado año. En la descomposición se pudo observar una intensa debilidad en partidas como el consumo privado (-0,5% trimestral) o la formación bruta de capital fijo con una caída del 4,1%. Sin embargo la contribución negativa más decisiva vino de la mano de las exportaciones que llegaron a caer en un 8,8%. En el lado positivo destacó la contribución del gasto público con una subida del 0,2%.

También habría que destacar el incremento de la producción industrial alemana del mes de mayo, muy en la línea del dato del martes de lo pedidos de fábrica de ese mismo mes. Así, la referencia aumentó en un 0,2% mensual, lo que significó una sorpresa positiva para el mercado que manejaba un mantenimiento. De esta forma, en términos interanuales se pasó de un -22,3% a un -17,9%, también mejor del -20,% que se esperaba.

## COMPAÑÍAS ESPAÑA

### SACYR



#### Se adjudica la ejecución de las obras del Canal de Panamá. Posibles negociaciones para la venta de Itinere.

**Comentario.** El consorcio liderado por Sacyr Vallehermoso ganó ayer el concurso para la construcción del tercer juego de esclusas del Canal de Panamá al presentar la mejor oferta de cuantos consorcios se presentaban y que se situó en los 3.120 Mn \$ (2.250 Mn €). La Autoridad de Canal de Panamá (ACP) espera adjudicar el contrato en los próximos días. Recordemos que la constructora española acudió a este concurso junto con la constructora italiana Impregilo, la holandesa Jan de Nul y Cusa.

Además, y según comunicó ayer la constructora española, estaría valorando la posibilidad de vender el 16% de la participación que aún posee de Itinere a Caixanova y Caixa Galicia por un importe que podría estar cercano a los 400 Mn € como segundo paso tras la venta de una gran parte de dichos activos a Citi (63%) en los últimos meses.

**Valoración.** Buena noticia para Sacyr que logra adjudicarse un importante contrato con el que potenciará su negocio de construcción, una división que en los últimos ejercicios había sufrido importantes caídas tanto en crecimiento como en márgenes. Respecto al posible acuerdo con las cajas gallegas, si el mismo se finaliza no creemos que suponga ningún cambio significativo en la valoración, ya que el precio se sitúa en torno a la valoración dada por el acuerdo de venta a Citi. Por tanto, y aunque seguimos manteniendo nuestro discurso de extrema prudencia sobre una compañía que aún tiene que materializar un importante giro a su mix de negocio y a su situación financiera, valoramos positivamente los esfuerzos que está haciendo para hacer frente a un ciclo que aún le es muy adverso. **Recomendación: VENDER.**

### BBVA



#### BBVA repartirá mañana el primer dividendo a cuenta de 2009

**Comentario.** BBVA repartirá mañana el primer dividendo a cuenta correspondiente al ejercicio 2009, siendo su importe bruto de 0,09 €/acción, lo que supone un recorte del 46% respecto del dividendo pagado hace un año de 0,167 €/acc. Este recorte entra dentro de la política establecida por la entidad de reducir el pay-out para el ejercicio 2009 en niveles del 30% con el fin de fortalecer la solvencia de la entidad.

**Valoración.** Noticia sin gran relevancia dado que ya había sido anunciada en 2008 como medida para hacer frente a la crisis económica y mejorar la solvencia de BBVA en aproximadamente 80 pb, por lo que no esperamos que tenga efecto en la cotización de la entidad ya que el efecto debería estar descontado por el mercado. La desviación respecto a nuestra estimación de pago no llega al 2%. Seguimos manteniendo nuestra visión sobre la entidad, que se enfrenta a una fuerte desaceleración económica tanto en España como en México, que son sus dos principales pilares de crecimiento, utilizando una política de gestión muy prudente y con gran control de riesgos. **Recomendación MANTENER.**

## COMPAÑÍAS EUROPA

### E.ON / GDF SUEZ



#### Multa de la CE por cartel energético comunitario.

**Comentario.** La Comisión Europea impuso ayer 1.106 Mn € (553 Mn € a cada una) de multa a E.On y a la francesa GdF Suez por haber mantenido ilegalmente un acuerdo para no competir entre ellas en sus respectivos mercados naturales, Alemania y Francia. Esta sanción se impone por la prolongación en el tiempo de un acuerdo que nació legalmente entre Ruhrgas (E.On) y Gaz de France (GdF Suez), pero que se convirtió en ilegal tras la liberalización del mercado europeo del gas en agosto de 2000. El origen está en la construcción entre las dos compañías de los 600 kilómetros del gasoducto Megal que transporta gas ruso a través del sur de Alemania llegando hasta Francia.

**Valoración.** Multa importante y ejemplarizante para las dos compañías que ya han anunciado que recurrirán la sanción. El límite legal que establece Bruselas para estas sanciones es de un 10% de la facturación, por lo que las multas impuestas todavía quedan muy por debajo de este límite (E.On ventas 09E: 83.990 Mn € y GdF Suez ventas 09E: 85.331 Mn €). Estas multas supondrían en el caso de E.On el 11,1% del Beneficio Neto que esperamos para este año y en el caso de GdF Suez el 11,75%. Desde luego su impacto no es insignificante, pero no pensamos que vaya a afectar al dividendo de las compañías, dado el fuerte compromiso contraído por ambas empresas hacia sus accionistas, de modo que no se puede descartar que en el caso de que los recursos no sean admitidos, la compañía tuviera que elevar su Pay Out para mantener su política de retribución a sus accionistas (E.On DY 09E: 5,8%, GdF Suez DY 09E: 5,6%). Pese a todo esto seguimos viendo a ambas compañías muy infravaloradas.

**Recomendación E.On: COMPRAR, Recomendación GdF Suez: COMPRAR.**

## RESULTADOS ESPAÑA

### BANESTO



#### Publicación de resultados 1S.09.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	2T.09	% Var a/a	1S.09	% Var a/a
Margen de Intereses	440,8	15,3%	859,2	11,6%
Margen Bruto	654,0	6,8%	1.279,4	5,2%
Margen de Explotación	404,0	10,0%	780,7	7,4%
Beneficio Neto Atribuible	198,7	-18,4%	409,5	-8,9%

RATIOS RELEVANTES		
	2T.09	2T.08
Eficiencia	39,8%	41,1%
Morosidad	2,32%	0,79%
Ratio Cobertura	71,3%	200,1%
Ratio BIS	10,82%	10,18%
TIER I	8,3%	6,8%
ROE (*)	14,7%	17,8%

(\*) Calculados sobre últimos 12 meses

BALANCE			
Mn €	2T.09	2T.08	% Var a/a
Activos totales	116.950	117.593	-0,5%
Inversión crediticia (*)	77.524	77.139	0,5%
Recursos gestionados (**)	59.612	55.189	8,0%

(\*) Ajustada a titulaciones de créditos

(\*\*) Incluye recursos gestionados fuera de balance

**Comentario.** BTO abrió ayer la temporada de resultados del 1S.09, en el que presentó un beneficio neto de 409,5 Mn €, ligeramente por encima de nuestras estimaciones (BN: 406 Mn € E) y también superior al consenso (398,4 Mn € E). Destacó principalmente, un margen de intereses que crece al +11,6% respecto al 1S.08 como consecuencia del esfuerzo realizado por la entidad en la captación y vinculación de clientes, la gestión de márgenes y de balance, además del efecto de carácter extraordinario y positivo de la reprecación del pasivo mayorista. Los ingresos por comisiones han seguido cayendo (-4,3%) como consecuencia de la caída de volumen de fondos de inversión y de pensiones gestionados, aunque las comisiones por servicios se han incrementado (+6,2%) debido al mayor número de transacciones de clientes. La disciplina en la gestión de costes sigue siendo un aspecto clave para BTO que le ha permitido mejorar su eficiencia hasta el 39,8% cumpliendo el objetivo de no superar el 40,5%. En cuanto a las dotaciones por insolvencias han crecido un 26,8% respecto al 1S.08, como consecuencia del aumento de la morosidad que ha pasado del 1,97% al cierre del 1T.09 al 2,32% actual. De esta forma, el resultado recurrente de la entidad sería de 602,2 Mn € (+1,3% respecto del 1S.08) lo que mejora los resultados presentados en el trimestre anterior en el que la variación de este margen era negativa. Por otra parte, BTO, siguiendo su política prudencial de anticipación del ciclo económico ha dotado 57 Mn € en el trimestre de dotaciones extraordinarias y voluntarias, que se suman a los 20 Mn € dotados en el trimestre anterior por el mismo concepto.

**Valoración.** Resultados sin sorpresas, muy en línea con las estimaciones y que muestran la capacidad de la entidad para generar ingresos recurrentes a pesar de la ralentización económica y de negocio existente a nivel global. BTO sigue mostrando un balance sólido, con unos ratios de capital cómodos dada su estructura de negocio (Core Capital 7,2% y Tier I del 8,2% tras la colocación de 500 Mn € de preferentes realizada en el trimestre) y una posición de liquidez conservadora. Nos preocupa el incremento de la morosidad, aunque según la entidad y si se mantienen las tasas de crecimiento actuales, es de esperar que en 2009 la mora alcance niveles del 3%, lo que supone situarse muy por debajo de la media del sector. Adicionalmente, cabe destacar que BTO ha reducido considerablemente el consumo de genérica en el trimestre (-65 Mn € vs -168 Mn € en el 1T.09) lo que le permitiría disponer de genérica suficiente tanto en el 2S.09 como en 2010. En cuanto a la exposición de la entidad al mercado inmobiliario, BTO busca disminuir su cuota de crédito en este sector que históricamente ha sido del 4% y que en marzo de 2009 era del 3,3%. Dada la ralentización del ciclo y la situación económica nacional, por el momento seguimos prefiriendo valores con un mayor grado de diversificación y potencial de crecimiento por lo que mantenemos nuestra recomendación de **MANTENER**.