

## Perspectivas del mes de Abril del 2010

SI BIEN NOS MANTENEMOS OPTIMISTAS DEBIDO AL ESCENARIO DE BAJAS TASAS DE INTERES, RECOMPOSICION DE LAS GANANCIAS EMPRESARIALES DURANTE EL 2010 Y LA RECUPERACION EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA, ES FACTIBLE QUE ENTREMOS EN UN PERIODO DE LATERALIZACION O TOMA DE GANANCIAS EN EL CORTO PLAZO EN EL MERCADO ACCIONARIO NORTEAMERICANO. EN TANTO QUE EL MERCADO DE RENTA FIJA Y VARIABLE LOCAL DEBERIA CONTINUAR CON SU TENDENCIA ALCISTA GRACIAS AL IMPULSO GENERADO POR EL CANJE DE DEUDA CON LOS HOLDOUTS Y EL POSTERIOR ARREGLO CON EL CLUB DE PARIS.

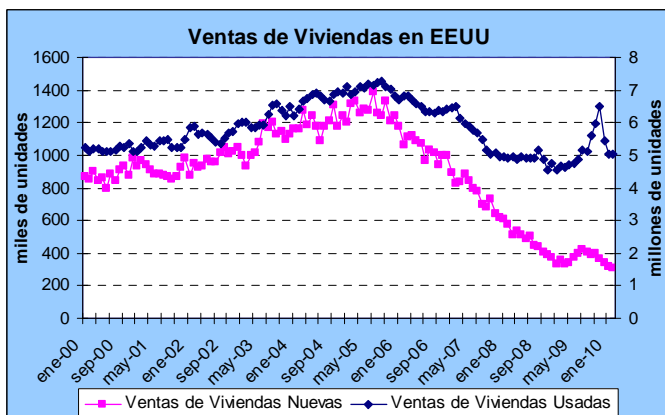


Los mercados accionarios registraron fuertes alzas durante el mes de Marzo. Desde sus mínimos en el año a comienzos de Febrero, el Índice S&P500 subió un 13,2% por lo que la probabilidad que entremos en un periodo de lateralización o recorte en el corto plazo es mas elevada. Los datos conocidos en el mercado de viviendas en los EEUU son una muestra manifiesta de la debilidad del sector, en donde se espera una recuperación lenta. Durante el mes de Febrero la venta de casas nuevas alcanzó un mínimo histórico de 308k unidades cayendo un 2,2% mensual, mientras que la venta de casas existentes fue de 5,02 millones unidades cayendo fuertemente respecto a las 6,49 millones de viviendas comercializadas en Noviembre-09, fecha en la que se esperaba que expire el estímulo fiscal a la compra de viviendas. Respecto al precio de los inmuebles tanto el índice CaseShiller como el índice elaborado por la Agencia

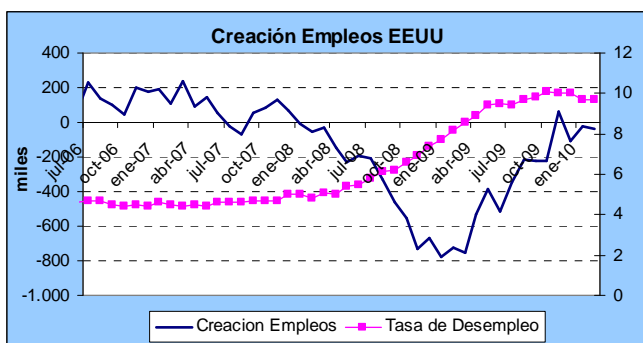
	ULTIMO	MÁXIMO	MÍNIMO	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN ANUAL
<b>DOW JONES</b>	10.856,63	10.907,42	10.396,76	5,15%	4,11%
<b>S&amp;P 500</b>	1.169,43	1.174,17	1.115,71	5,88%	4,87%
<b>NASDAQ COMP</b>	2.397,96	2.415,24	2.273,57	7,14%	5,68%
<b>NIKKEI</b>	11.089,94	11.097,14	10.145,72	9,52%	5,15%
<b>UKX LONDRES</b>	5.679,64	5.727,65	5.405,94	6,07%	4,93%
<b>CAC FRANCIA</b>	3.974,01	4.000,66	3.769,54	7,15%	0,96%
<b>DAX ALEMANIA</b>	6.153,55	6.156,85	5.713,51	9,92%	3,29%
<b>IBEX ESPAÑA</b>	10.871,30	11.166,80	10.434,90	5,20%	-8,95%
<b>BOVESPA</b>	70.371,54	70.371,54	67.227,93	5,82%	2,60%
<b>MEXBOL</b>	33.266,43	33.416,10	31.765,14	5,16%	3,57%
<b>IPSA CHILE</b>	3.763,12	3.824,49	3.708,91	-1,68%	5,07%
<b>MERVAL</b>	2.373,71	2.439,33	2.265,14	6,86%	2,28%

Federal de Financiamiento Inmobiliario (FHFA) muestra estancamientos o leves caídas respecto a los valores registrados en Noviembre-09.

Datos del mercado laboral muestran una continua caída en los pedidos de seguro de desempleo. Si bien el relevamiento de creación de empleos dentro del sector privado según la encuesta ADP para el mes de Marzo mostró una inesperada destrucción de



25.000 puestos de trabajos, se espera un número más favorable cuando se publique el dato de empleo cercano a la creación de 180k puestos de trabajo para dicho mes. Esta sería la mayor creación de puestos laborales desde Marzo-07. Entre los factores que originaron dicha reversión debe tenerse en cuenta que la contratación temporal de personal para la realización del censo 2010 que demandó el empleo de 50k trabajadores, y el fuerte temporal de nieve sufrido en EEUU en Febrero que retrasó la demanda de mano de obra.

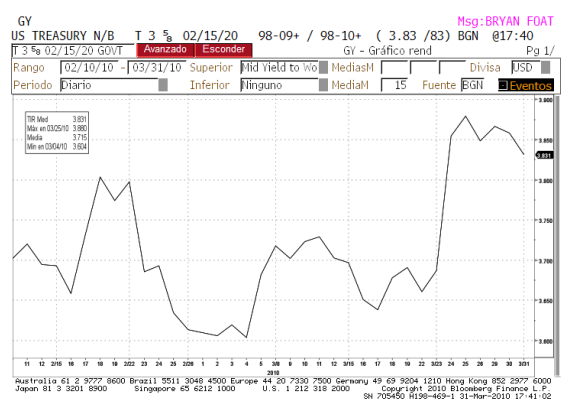
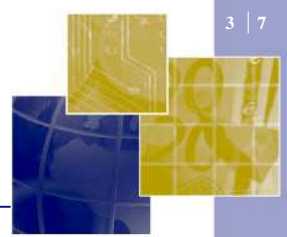


En tanto que el sector manufacturero continúa mostrando signos de una expansión sostenida. El Índice ISM del mes de Marzo fue de 59,6 contra un 56,2 esperado por los analistas, alejándose gradualmente de los 50 puntos que señalan estancamiento en el crecimiento económico.

Dichos datos junto con la aprobación del plan de salud propuesto por el presidente Barack Obama que implicará un aumento del gasto público por aproximadamente U\$S 1 trillón en los próximos 10 años, provocaron un leve aumento de 25 puntos básicos en el rendimiento del bono del Tesoro Norteamericano a 10 años.



**PERSPECTIVAS ABRIL 2010**  
PUBLICADO 01/04/10



Esto alimenta a quienes sostienen que por el continuo incremento del déficit fiscal, los temores a un posible default de las deudas soberanas generarán una nueva crisis que se materializará con fuertes alzas en las tasas de interés. La historia nos muestra que los episodios de crisis financieras suelen estar precedidos por crisis de deuda soberana debido al costo generado por el rescate de los bancos insolventes, la caída en la actividad económica, las políticas de aumento de gasto fiscal y el déficit fiscal resultante. Este escenario se agrava en aquellos países

que no emiten su moneda propia, como es el caso de los PIIGS.

**Evolución del Déficit Fiscal (como % PBI)**

	Año 2008	Año 2009	Año 2010	Año 2011
	Real		Esperado	
<b>EEUU</b>	-6,50%	-11,00%	-9,00%	-8,50%
<b>Eurozona</b>	-2,20%	-5,50%	-5,00%	-4,50%
<b>Reino Unido</b>	-6,70%	-12,50%	-12,00%	-8,00%
<b>Japón</b>	-3,50%	-7,50%	-8,00%	-7,00%
<b>China</b>	-0,40%	-3,00%	-2,50%	-1,00%

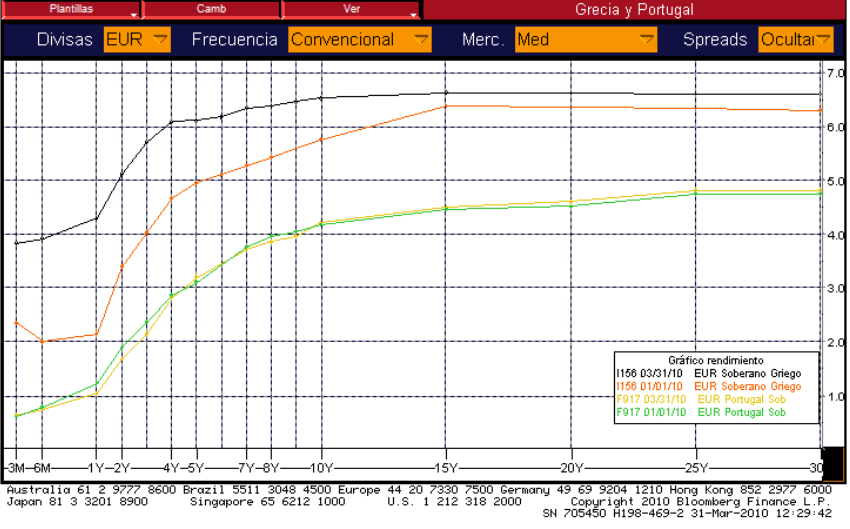
Fuente: FMI, Banco Mundial, OCDE.

Tal como lo mencionamos anteriormente, lo único que puede despejar dichos temores es el resurgimiento de un crecimiento económico fuerte que le permita al sector público disminuir su gasto sin correr riesgos de una desaceleración

YCRV  
<MENU> para volver a la plantilla.

Govt YCRV

**Gráfico rendimiento**



económica, de tal manera que la deuda sobre el PBI vaya disminuyendo a medida que pasan los años.

Dentro de este contexto, la situación de Grecia es una de las mas delicadas por su alto porcentaje de Deuda / PBI del 130%, su frágil situación financiera (Déficit Fiscal 2009 del 12,7% de su producto). Su deuda de corto y mediano plazo en Euros subió entre 225 y 80 puntos básicos anuales desde comienzos del 2010 hasta la fecha. El miércoles 25 de Marzo los líderes de la Eurozona acordaron ayudar financieramente a Grecia si fuera necesario, a través de préstamos bilaterales (66%

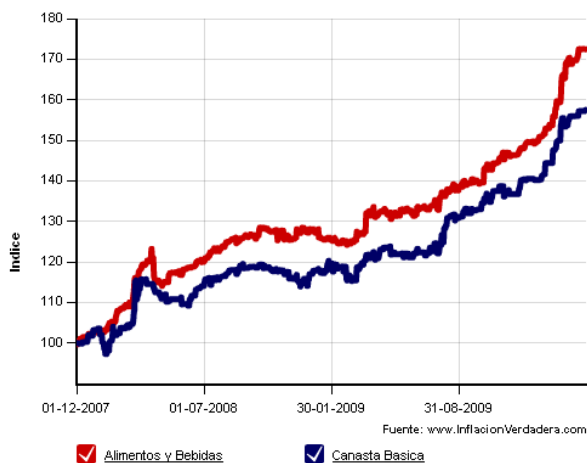
financieramente a Grecia si fuera necesario, a través de préstamos bilaterales (66%

del total) y préstamos del Fondo Monetario Internacional (33% del total). Si bien no se especificó el monto, se especula que ascendería a los € 22 billones y que será desembolsado en caso de última instancia, lo que significa que Grecia debería estar bajo serias dificultades para conseguir financiamiento y no tuviera otra opción para cumplir con sus obligaciones.

Dicho apoyo "moral" más que financiero, permitió que el día 29 de Marzo lograra colocar un bono en Euros por un total de € 5.500 millones a un plazo de 7 años con cupón del 5,9%, siendo el spread respecto al bono de igual duración del Tesoro Alemán de 334 puntos básicos. Recordemos que la primera colocación que realizó Grecia en el 2010 fue el 25 de Enero, por € 8.000 millones, en notas a 5 años y se colocó a una tasa del 6,2%, 30 puntos básicos por encima del rendimiento de bonos griegos similares en aquel momento.

Sin embargo las autoridades griegas no pueden relajarse, ya que Grecia necesita obtener € 32.000 millones para poder refinanciar sus vencimientos durante 2010 y de mantenerse dicha sobretasa toda mejoría fiscal lograda por su esfuerzo de ajuste en el gasto sería para financiar los mayores servicios de su deuda.

## Índices de Precios



## Contexto Local

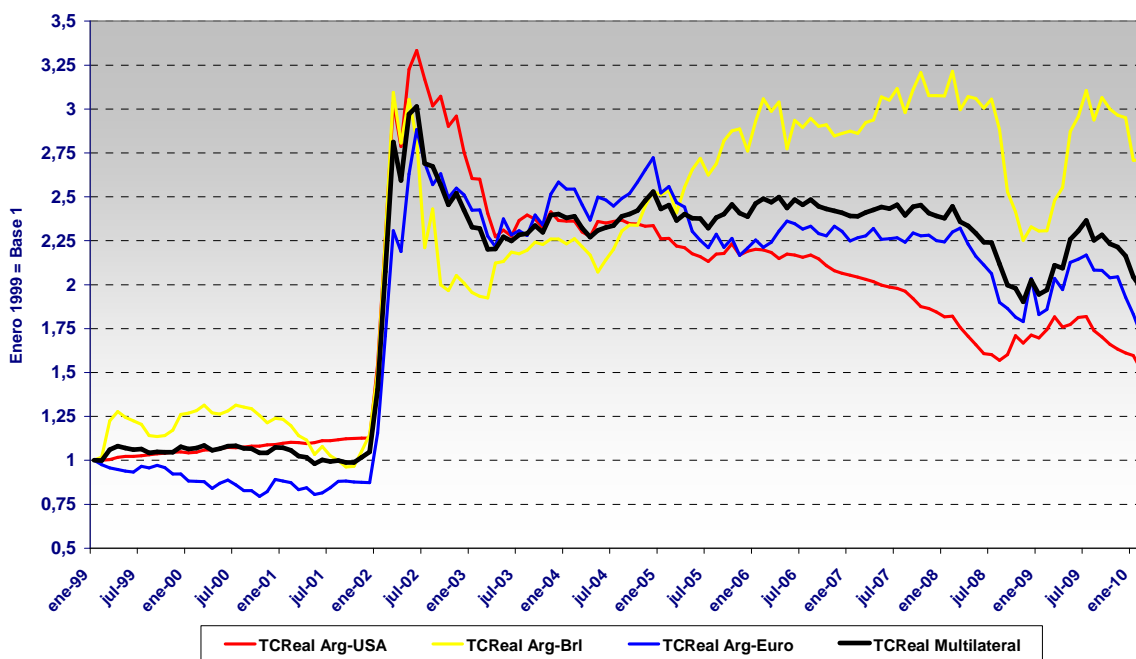
Junto con la imposibilidad de financiar los vencimientos de la deuda en los mercados de crédito, en lo que el gobierno se encuentra trabajando activamente a través de la instrumentación del canje de deuda con los *holdouts* y posterior arreglo con el Club de Paris, la inflación es uno de los principales problemas que posee la economía local. Hasta ahora los intentos realizados por el gobierno para disminuirla, que pasaron por congelamiento de tarifas y aplicación de subsidios en los servicios públicos, estricto control de precios con cierre a las exportaciones en caso que fuera necesario, negación de la inflación e intervención del INDEC, fueron en vano.

Según un relevamiento de precios realizado en comercios en la provincia de Buenos Aires y Capital Federal bajo metodologías aplicadas por el INDEC previo a los cambios introducidos por el actual gobierno, el aumento de precios de la Canasta Básica se está acelerando fuertemente desde Agosto-09 alcanzando una inflación

anualizada del 29,5% en Marzo-10. Solamente en el primer trimestre del año la variación acumulada es del 12,10%, aunque es bueno destacar que existen factores estacionales que agravan la inflación en dicho período. En tanto que la inflación registrada por la Canasta Básica para los años 2008 y 2009 según dicho relevamiento fue del 14,15% y 19,25% respectivamente.

Como es sabido los actuales niveles de inflación provocan por una apreciación del tipo de cambio real que lleva a una pérdida de competitividad. Algunos economistas alertan que en el futuro próximo esto podría generar una dolarización de carteras que provoque una fuerte variación en el tipo de cambio nominal. Sin embargo, desde BullMarketBrokers consideramos que dichas apreciaciones resultan ser prematuras.

**Tipo de Cambio Real Multilateral**



Con datos actualizados a fines de Febrero -10, el tipo de cambio real multilateral fue de 1,978 siendo el valor de equilibrio de largo plazo de 1,60 en escenarios de bajos niveles de dolarización de cartera. Dicho tipo de cambio real multilateral fue calculado contemplando la relación de inflación existente y precio de divisas entre el Real, Euro, Dólar y Peso. Desde el gobierno de Nestor Kirchner hasta la actualidad el valor

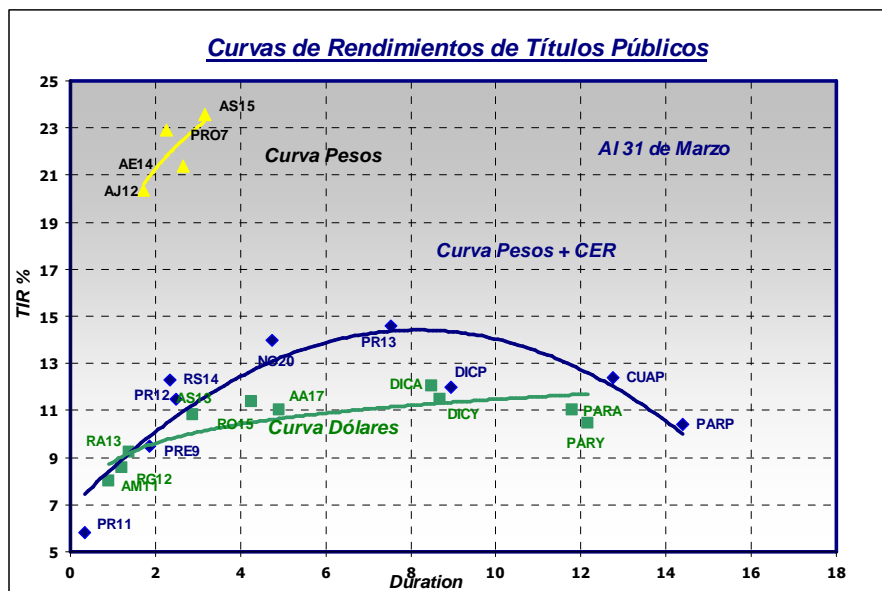
mínimo del tipo de cambio real multilateral fue de 1,90 en Noviembre-08, cuando el tipo de cambio nominal se encontraba en \$3,3735 por U\$S 1.

En el corto plazo el ingreso de dólares esperado por la fuerte cosecha de 25 millones de toneladas, junto con la baja dolarización de carteras producto del mejor contexto financiero internacional y mejores expectativas locales provocadas por el canje de deuda con los *holdouts*, podría dar continuidad a la apreciación del tipo de cambio real sin presionar fuertemente al tipo de cambio nominal. Por lo que, tal como fuera planteado desde el Ministerio de Economía, un tipo de cambio nominal de \$3,95 = U\$S 1 para fines del 2010 llevaría a un tipo de cambio real multilateral de 1,812 manteniéndose por encima del valor de equilibrio. Para realizar este cálculo se contemplamos tanto precios como inflaciones esperadas por los analistas según Bloomberg<sup>1</sup>. Estableciendo un escenario mas conservador, para que a fines del 2010 el tipo de cambio real multilateral se mantenga en 1,90 el tipo de cambio nominal debería ser de \$4,15 = U\$S 1.

Sin embargo en los próximos años de mantenerse niveles tan elevados de inflación indefectiblemente se producirán variaciones similares en el tipo de cambio nominal ya que, en caso contrario, el tipo de cambio real paralizaría la actividad económica de un

país cuyo ingreso de divisas proviene fundamentalmente del superávit de su balanza comercial, y gran parte de sus ingresos fiscales provienen de la aplicación de retenciones a las exportaciones.

Otro tema ya mencionado es la oferta de canje de deuda con los *holdouts*, el cual



<sup>1</sup> U\$S 1,36 = €1 ; \$R 1,77 = 1 U\$S ; P^Eeuu 2010 = 2% ; P^Euro 2010 = 1,2% ; P^Brasil 2010 = 4,55% ; P^Arg 2010 = 25%.

descontamos que va a resultar siendo exitoso, ya que por mas que la oferta varíe entre los U\$S 50 / U\$S 55 cada U\$S 100 de *face value* en default, la misma supera notablemente los precios de compra en el mercado.

**Tabla de Rendimiento de Bonos Corporativos Norteamericanos**

Calificación	AAA	AA	A	BBB	BB	B
1	2,47	0,88	1,25	1,99	3,54	4,6
2	3,03	1,7	2,02	2,75	4,38	5,44
3	3,35	2,38	2,76	3,56	5,13	6,29
4	3,87	2,99	3,46	4,19	5,7	6,95
5	3,99	3,33	3,84	4,57	6,2	7,33
7	4,72	4,29	4,67	5,25	6,95	8,08
8	4,75	4,54	4,91	5,47	7,09	8,29
9	4,81	4,78	5,1	5,72	7,3	8,51
10	5,01	4,97	5,35	5,96	7,53	8,69
20	5,85	5,68	6,13	6,63	8,07	9,16
30	6,12	5,71	6,19	6,68	8,2	9,42

Fuente: Bloomberg

Nos mantenemos optimistas sobre los títulos públicos locales, ya que si bien no esperamos subas similares a las registradas en el 2009, los bonos en dólares como el RO15 cotizan con un spread de 400 puntos básicos sobre bonos corporativos norteamericanos de misma calificación de riesgo e igual duration, cuando en condiciones normales dicho spread no debería superar los 200 puntos básicos.

**LIC. JUAN JOSÉ VÁZQUEZ**

**DEPARTAMENTO DE RESEARCH  
BULLMARKETBROKERS SOC. DE BOLSA**

*Para recibir este informe y otros realizados por el Departamento de Research en su casilla de e-mail, envíe un correo electrónico a la casilla [suscripción@bullmarketbrokers.com](mailto:suscripción@bullmarketbrokers.com). El presente informe es publicado por Bull Market Brokers Sociedad de Bolsa S. A. (BMB) y ha sido preparado por el Departamento de Research de BMB. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de BMB para la compra o venta de los títulos valores y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que BMB considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y BMB no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. BMB no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.*

**BULL MARKET BROKERS S. A. - SOCIEDAD DE BOLSA**

25 de Mayo 350 9°Piso - (C1002ABH) Cap. Fed.

Tel.: (+54-11) 5353-4420 | Fax.: (+54-11) 5276-9328

[info@bullmarketbrokers.com](mailto:info@bullmarketbrokers.com) - [www.bullmarketbrokers.com](http://www.bullmarketbrokers.com)