

Perspectivas del mes de Agosto del 2010

SIN LUGAR A DUDAS, LOS BUENOS RESULTADOS PRESENTADOS HASTA HOY CORRESPONDIENTES AL 2Q2010 JUNTO A EXPECTATIVAS FAVORABLES SENALADAS POR SU MANAGMENT PARA LOS PROXIMOS TRIMESTRES, GENERARON UN FUERTE IMPULSO EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE. SIN EMBARGO, LA DESACELERACION EN LA ECONOMIA DE LOS PAISES DESARROLLADOS ESPERADA PARA LOS PROXIMOS TRIMESTRES PODRIA GENERAR VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS, Y ESTO HACE QUE LA AVERSION AL RIESGO CONTINUE EN NIVELES ELEVADOS. A PESAR DE ELLO, LOS MERCADOS ACCIONARIOS SIGUEN SIENDO ATRACTIVOS EN EL MEDIANO PLAZO.

MERVAL 2394.16Y as of close 7/30 Index **GPC**



La temporada de balances que ha arrancado el 12 de Julio generó un fuerte impulso alcista en los mercados de renta variable. El 65% de las empresas que integran el MSCI World Index¹ han presentado resultados por encima de lo esperado por los analistas. A su vez, en la mayoría de las presentaciones de resultados, el managment de las compañías anunció perspectivas favorables para los próximos trimestres. En lo que respecta al índice S&P500 dicho porcentaje fue mayor ya que sobre las 336 empresas que han presentado sus resultados, unas 254 superaron las expectativas de los analistas, lo que equivale un 75,6%. Solo un 14,9% registró ganancias peores a las esperadas mientras que el 9,5% restante mostró resultados en línea con lo esperado.

¹ Dicho índice esta integrado por las 1.500 empresas de mayor capitalización mundial, y es utilizado como benchmark para los fondos de inversión global.

	ULTIMO	MÁXIMO	MÍNIMO	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN ANUAL
DOW JONES	10.465,94	10.537,69	9.686,48	7,08%	0,36%
S&P 500	1.101,60	1.115,01	1.022,58	6,88%	-1,21%
NASDAQ COMP	2.254,70	2.296,43	2.091,79	6,90%	-0,64%
NIKKEI	9.537,30	9.795,24	9.191,60	1,65%	-9,57%
UKX LONDRES	5.258,02	5.365,67	4.805,75	6,94%	-2,86%
CAC FRANCIA	3.643,14	3.670,36	3.332,46	5,82%	-7,45%
DAX ALEMANIA	6.147,97	6.209,76	5.816,20	3,06%	3,20%
IBEX ESPAÑA	10.499,80	10.659,50	9.178,20	13,35%	-12,06%
BOVESPA	67.515,40	67.515,40	60.865,27	10,80%	-1,56%
MEXBOL	32.297,48	32.958,89	31.197,04	3,66%	0,55%
IPSA CHILE	4.358,44	4.379,08	4.025,17	7,21%	21,70%
MERVAL	2.394,16	2.405,47	2.205,05	9,57%	3,16%

Algunos analistas señalaban que debería priorizarse el análisis sobre los ingresos por venta registrados, en vez de las utilidades ya que estas últimas podrían verse beneficiadas por el recorte de gastos.

Si la variación de los ingresos por ventas nos da una señal sobre la solvencia del crecimiento económico, sin lugar a dudas este resultado sigue siendo favorable.

Conforme datos acumulados al 30

de Julio, sobre las 326 empresas integrantes del S&P500 que han presentado resultados, los ingresos por venta registraron una suba del 10,1% respecto al 2Q09. Eliminando al sector financiero de la muestra, dicha suba alcanza al 11,7%. Si bien el 40% de dichos ingresos fue generado fuera de los EEUU, el componente inflacionario sobre la variación nominal de las ventas no debería superar el 4%, explicándose el 6% restante por una variación en las cantidades. Recordemos que el IPC anual a fines de Junio esperado en EEUU es de 3,74%, y la inflación anual en Europa alcanza al 1,42%.

Estos datos contrastan de alguna manera con el dato del crecimiento del PBI real estimado al 2Q2010 conocido el 30 de Julio, que mostró un incremento de solamente el 2,4% anualizado contra un 2,6% esperado. Sin embargo, si algo quedó en claro con esta presentación de balances, es que la probabilidad que exista un *double dip* en la economía global es baja, y que solo sería esperable una leve desaceleración hasta el 2011.

Los factores que llevarían a dicha desaceleración ya han sido mencionados:

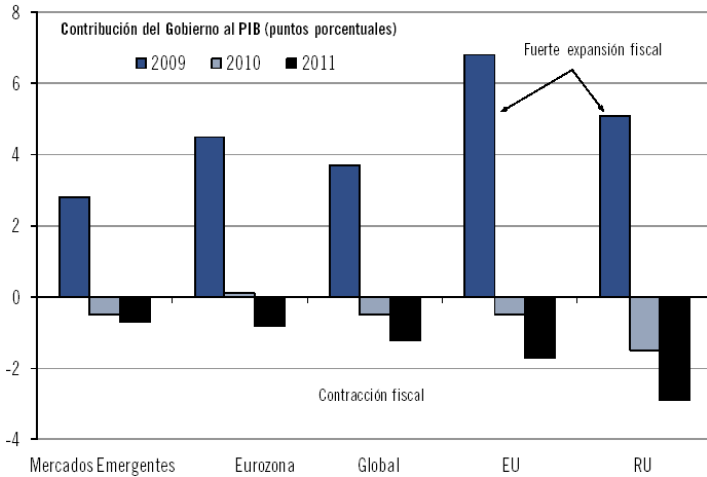
S&P500 2Q 2010 - Earnings Surprises:

	Q2/10	Q2/09
Positive Surprises:	254/336 = 75.6%	360/498 = 72.3%
0% Surprises:	32/336 = 9.5%	43/498 = 8.6%
Negative Surprises:	50/336 = 14.9%	95/498 = 19.1%

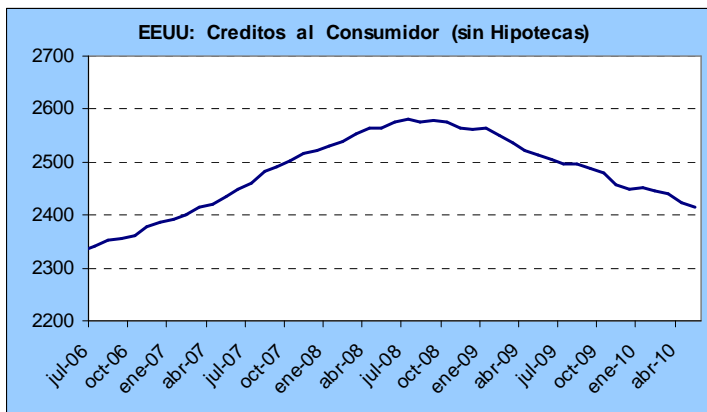
Sector Summary:

	Share-		Earnings Surprises		
	Reported /Total	Weighted %Change	Reported (+)	Weighted same	Earnings Surprises (-)
Consumer Discretionary:	45 /81	114.7%	34	5	6
Consumer Staples:	23 /41	7.1%	13	5	5
Energy:	24 /38	103.1%	14	4	6
Financials:	61 /79	192.1%	51	2	8
Health Care:	38 /52	11.3%	30	5	3
Industrials:	48 /56	28.3%	41	4	3
Information Tech:	53 /76	56.4%	40	6	7
Materials:	27 /32	98.1%	20	1	6
Telecom Svcs:	3 /9	-2.2%	2	0	1
Utilities:	14 /36	2.6%	9	0	5
Total Reported:	336 /500	55.9%	254	32	50
Total Reported Ex-Financial:	275 /421	41.4%	203	30	42

Figure 3. El impacto fiscal en las tasas de crecimiento económico



Fuente: Citi Investment Research & Analysis al 15 de Julio de 2010.



- Política monetaria más restrictiva en China, tendiente a evitar una posible burbuja inmobiliaria.
- Restricciones a las políticas fiscales aplicadas en Europa, tendiente a disipar los riesgos de solvencia de muchas de sus economías.
- En los EEUU finalización de las políticas de estímulo fiscal (incluyendo la baja de impuesto a las ganancias para las personas físicas aplicadas durante el gobierno de Bush que finalizará en el 2011), continuo desapalancamiento del consumidor norteamericano, fuerte impacto de los *foreclosure* sobre la oferta en el mercado inmobiliario, baja creación de empleos dentro del sector privado, y finalización del impacto positivo generado por la recomposición de inventarios.

Uno de los factores que generaba cierta preocupación era la publicación realizada el 23 de Julio de los resultados del *stress test* aplicado sobre los principales bancos europeos. De los 91 bancos evaluados, tan solo 7 instituciones deberán incrementar su capital para poder afrontar escenarios más adversos por un total de € 3.500 millones. Si bien hubo críticas a la metodología aplicada, principalmente porque en los escenarios de stress no incluía riesgos de default soberano, los requisitos de capital

SUPUESTOS STRESS TEST EUROZONA

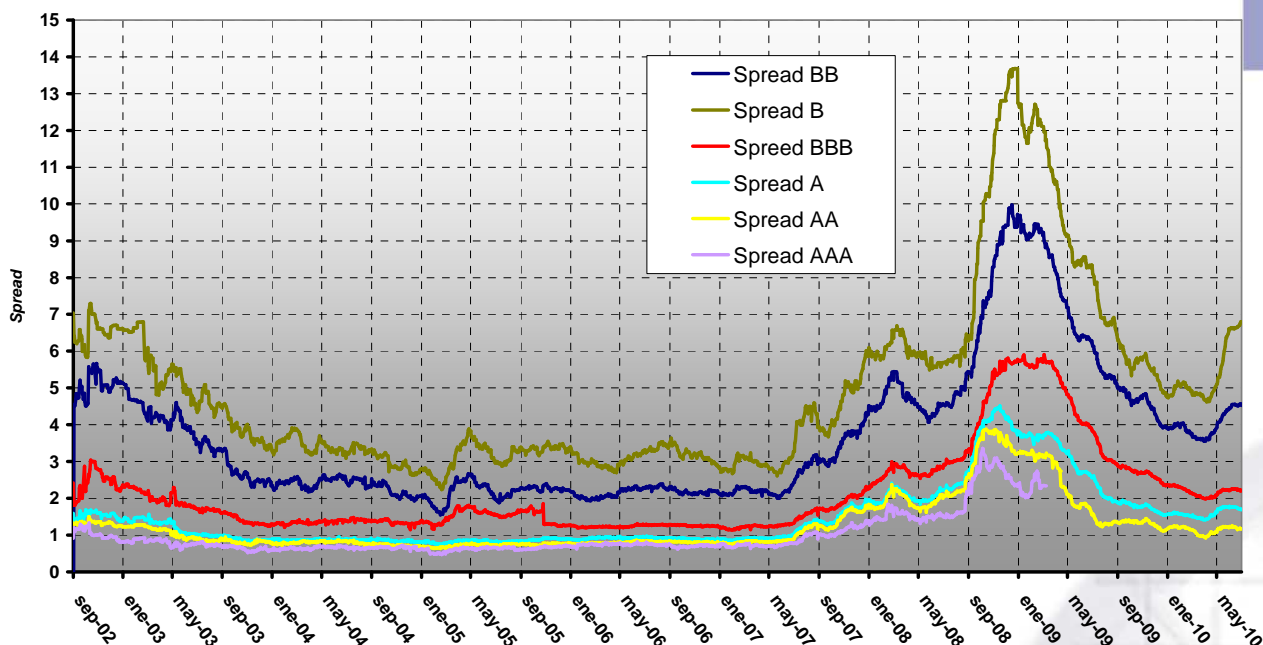
Variable	Escenario Base		Escenario de Stress	
	2010	2011	2010	2011
Crecimiento PBI	1,0%	1,7%	0,0%	-0,4%
Desempleo	9,8%	9,7%	10,5%	11,0%
Tasa interés CP	1,2%	2,1%	2,1%	3,3%
Tasa interés LP	3,5%	3,8%	4,4%	5,3%
Retorno Acciones	-10,0%	-10,0%	-20,0%	-20,0%

Fuente: Comité of European Banking Supervisors

exigidos no suponen grandes esfuerzos para el sistema financiero europeo, disminuyendo así la incertidumbre existente al respecto.

Mientras tanto, el mercado de créditos norteamericano sigue mostrando niveles de aversión al riesgo elevados respecto a los registrados en el primer trimestre del 2010. En gráfico adjunto podemos ver como el spread de los bonos *high yield* continúan registrando leves incrementos desde mediados de Junio.

Evolución Spread Deuda Corporativa EEUU vs Treasury Notes 10 años



En definitiva, el factor más difícil de resolver sería determinar en que grado la desaceleración esperada ya estaría descontada en los mercados accionarios. Si nos guiamos por las ganancias trailing y estimadas para los próximos 12 meses corremos el riesgo de no considerar el momento del ciclo económico en donde se encuentra la

economía global. Sin embargo si promediamos ganancias históricas para eliminar el efecto ciclo estamos expuestos a una fuerte caída en caso de darse escenarios adversos. En cuadro adjunto

GANANCIAS S&P500 ESPERADAS	GANANCIAS POR ÍNDICE (U\$S)	PER	DIVIDENDOS POR ÍNDICE (U\$S)	DIVIDEND YIELD
12 MESES PASADOS (Y-1)	73,93	14,90x	22,19	2,01%
PROXIMOS 12 MESES (Y)	92,12	11,95x	24,61	2,23%
Y+1	95,85	11,49x	24,92	2,26%
Y+2	109,36	10,07x	27,46	2,50%

Empresas que integran el S&P100 que presentan sus resultados al 2Q2010 en Agosto

Nombre de la Compañía	Ticker	Día	Hora	Ganancia Estimada por Acción
NYSE Euronext	NYX US	03/08/2010	3:30	0.594
Baker Hughes Inc	BHI US	03/08/2010	Bef-mkt	0.428
Dow Chemical Co/The	DOW US	03/08/2010	7:30	0.566
Pfizer Inc	PFE US	03/08/2010		0.522
Mastercard Inc	MA US	03/08/2010		3.338
Procter & Gamble Co/The	PG US	03/08/2010		0.734
Entergy Corp	ETR US	03/08/2010		1.551
Time Warner Inc	TWX US	04/08/2010	Bef-mkt	0.455
News Corp	NWSA US	04/08/2010	17:00	0.199
Allstate Corp/The	ALL US	04/08/2010	17:05	0.685
Devon Energy Corp	DVN US	04/08/2010		1.47
Kraft Foods Inc	KFT US	05/08/2010	17:00	0.519
Berkshire Hathaway Inc	BRK/A US	06/08/2010		1413.69
Walt Disney Co/The	DIS US	10/08/2010	17:01	0.591
Cisco Systems Inc	CSCO US	11/08/2010	Aft-mkt	0.415
Sara Lee Corp	SLE US	12/08/2010		0.215
Lowe's Cos Inc	LOW US	16/08/2010		0.596
Wal-Mart Stores Inc	WMT US	17/08/2010	8:00	0.968
Home Depot Inc	HD US	17/08/2010		0.713
Target Corp	TGT US	18/08/2010		0.915
Dell Inc	DELL US	19/08/2010		0.299
Hewlett-Packard Co	HPQ US	19/08/2010		1.068
Medtronic Inc	MDT US	25/08/2010		0.824

podemos ver según datos de Bloomberg actualizados las ganancias por índice del S&P500 para los 12 meses pasados y los próximos 2 años. Tal como venimos mencionando en informes anteriores, en escenarios con una inflación entre el 2% / 3% el PER al que históricamente cotizó en promedio el índice S&P500 fue de 16,8x. Dado que la posibilidad de caen en otra recesión es muy baja, y suponiendo que en el peor de los casos la desaceleración global lleva a las empresas integrantes del S&P500 a ganar lo mismo que en los 12 meses previos, llegaremos a la conclusión que los mercados accionarios siguen siendo

atractivos a los valores presentes. Multiplicando el PER promedio histórico de 16,8x por las ganancias del índice en los últimos 12 meses de U\$S 73,93 obtenemos como valor objetivo los 1.242 para el S&P500. Dividiendo dicho objetivo por el precio de cierre del índice en el mes de Julio que fue de 1.101,60 el aumento esperado sería del 12,75%, que sumado a un dividend yield del 2,01%, nos lleva a estimar una rentabilidad proyectada del 14,75%. Si lo comparamos con el rendimiento del bono del Tesoro norteamericano a 10 años de tan solo 2,912% veremos porque la renta esperada al posicionarse en acciones al largo plazo justifica el riesgo asumido.

LIC. JUAN JOSÉ VÁZQUEZ

DEPARTAMENTO DE RESEARCH
BULLMARKETBROKERS SOCIEDAD 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. 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 descrita 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.