

Perspectivas del mes de Marzo del 2010

RIESGOS SOBRE LA DEUDA SOBERANA DE PAISES INTEGRANTES DE LA UNION ECONOMICA EUROPEA AFECTARON A LOS MERCADOS ACCIONARIOS EN LO QUE VA DEL 2010. SIN EMBARGO, TAL COMO LO MENCIONAMOS EN INFORMES PREVIOS, NOS MANTENEMOS OPTIMISTAS EN EL MERCADO ACCIONARIO DEBIDO AL ESCENARIO DE BAJAS TASAS DE INTERES, RECOMPOSICION DE LAS GANANCIAS EMPRESARIALES DURANTE EL 2010 Y LA RECUPERACION EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA.



El anuncio de apoyo a la economía griega realizado por los principales miembros de la Unión Económica Europea (UEE) logró calmar la tensión existente en los mercados durante el mes de Febrero. Las autoridades de la UEE estarían presionando al gobierno griego para que realice mas ajustes para disminuir el déficit fiscal durante el 2010, mientras que se estaría gestando líneas de asistencia financiera por casi € 30 billones por parte de Francia y Alemania. Durante el 2010 el gobierno griego planea emitir deuda por € 54 billones, habiendo colocado €13 billones en lo que va del año. Los temores a un posible default se habían incrementado ya que existen vencimientos por € 20 billones hasta fines de Mayo, y calificadoras de riesgo como Standard & Poor's vienen advirtiendo sobre una posible disminución de la calificación de riesgo de la deuda griega del actual BBB+ en caso que su gobierno no presente un plan sustentable.

	ULTIMO	MÁXIMO	MÍNIMO	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN ANUAL
DOW JONES	10.324,43	10.402,35	9.908,39	2,55%	-0,99%
S&P 500	1.104,48	1.109,17	1.056,74	2,85%	-0,95%
NASDAQ COMP	2.238,26	2.243,87	2.125,43	4,23%	-1,36%
NIKKEI	10.126,03	10.404,33	9.932,90	-0,71%	-3,99%
UKX LONDRES	5.354,52	5.358,17	5.060,92	3,20%	-1,08%
CAC FRANCIA	3.708,80	3.812,13	3.563,76	-0,82%	-5,78%
DAX ALEMANIA	5.598,46	5.722,05	5.434,34	-0,18%	-6,03%
IBEX ESPAÑA	10.333,60	11.140,90	10.103,30	-5,61%	-13,45%
BOVESPA	66.410,59	67.836,08	62.762,70	1,54%	-3,18%
MEXBOL	31.659,33	32.172,11	30.391,61	4,17%	-1,44%
IPSA CHILE	3.827,44	3.860,71	3.696,24	0,49%	6,87%
MERVAL	2.221,38	2.346,73	2.165,15	-3,36%	-4,28%

Los riesgos a que otros países vivan circunstancias similares durante los próximos años perduran. 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.

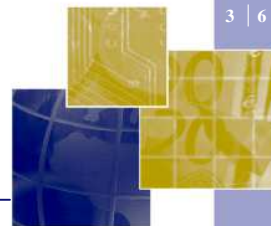
Hoy en día los medios focalizan la situación de los PIIGS, grupo de países que estaría integrado por Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España, ya que al integrar la zona Euro no poseen moneda propia que les permita devaluar para licuar gastos, cuentan con altos déficit fiscales y de cuenta corriente en relación a su PBI, y su deuda neta supera al 80% del PBI. Sin embargo esta lista es demasiado corta considerando las

situaciones que viven distintos países del Norte y Este de Europa, muchos de las cuales ya han solicitado asistencia financiera al FMI.

Siendo el crecimiento económico el factor que permite dispar apuestas especulativas sobre la solvencia financiera de los distintos países, el FMI viene solicitando a sus miembros mantener las políticas de estímulo fiscal y monetaria para evitar los riesgos de una doble caída en la actividad económica.

Año 2009	Evolución PBI	Índice de Precios Al Consumidor	Déficit Fiscal / PBI	Cuenta Corriente / PBI	Tasa de Desempleo	Rendimiento Bono a 10 años
G7						
U.S.	0.1%	2.7%	-12.5%	-2.6%	9.7%	3.59%
Euro	-4.0%	0.9%	-4.0%	-0.7%	10.0%	3.15%
Japón	-5.1%	-1.7%	-10.5%	1.9%	5.1%	1.35%
Alemania	-4.8%	0.7%	-4.2%	2.9%	8.2%	3.15%
Francia	-2.3%	0.9%	-7.0%	-1.2%	9.1%	3.50%
Italia	-1.0%	1.3%	-5.6%	-2.5%	8.3%	4.09%
Reino Unido	-3.2%	2.9%	-11.6%	-2.0%	7.8%	3.95%
Canadá	-1.7%	1.3%	-4.9%	-2.6%	8.3%	3.37%
PIIGS						
Portugal	-2.5%	-0.1%	-6.9%	-9.9%	9.8%	4.76%
Irlanda	-7.4%	-5.0%	-12.1%	-1.7%	12.7%	4.94%
Italia	-1.0%	1.3%	-5.6%	-2.5%	8.3%	4.09%
Grecia	-1.7%	2.6%	-6.4%	-10.0%	9.3%	6.76%
España	-4.0%	0.8%	-12.3%	-6.0%	18.8%	4.15%
Norte y Este Europeo						
Bulgaria	-5.4%	0.6%	n/a	-11.4%	9.1%	6.15%
Islandia	-7.2%	7.5%	-13.9%	-5.3%	6.7%	n/a
Letonia	-19.0%	-3.1%	n/a	4.5%	16.0%	4.59%
Lituania	-13.0%	1.3%	n/a	1.0%	13.8%	n/a
Eslovaquia	-4.8%	0.5%	-5.3%	-8.0%	12.7%	3.03%
Ucrania	-15.9%	11.1%	n/a	0.4%	1.9%	n/a

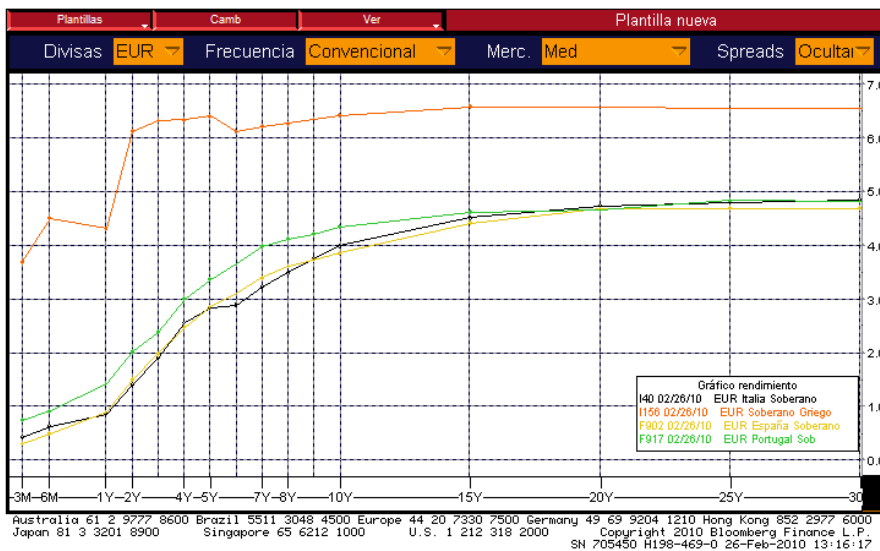
Fuente : Fondo Monetario Internacional



Govt
<MENU> para volver a la plantilla.

Govt YCRV

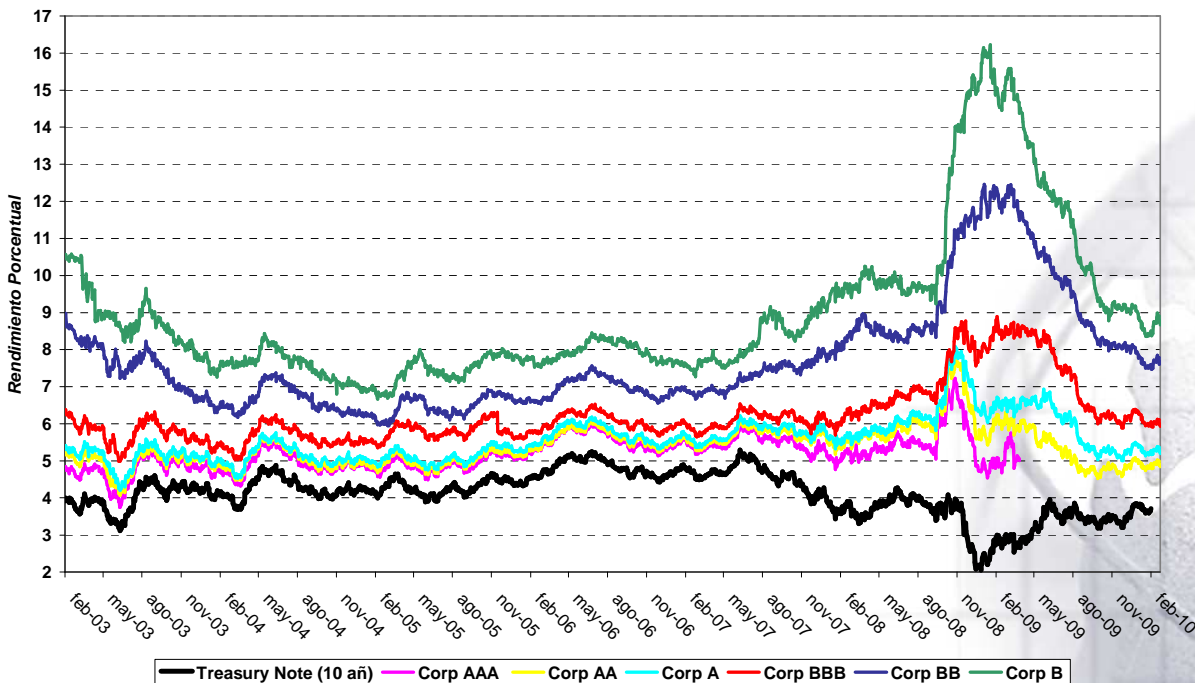
Gráfico rendimiento



En gráfico adjunto figura la curva de rendimiento de la deuda en Euros de Grecia (naranja), Italia (negro), España (amarillo) y Portugal (verde).

Esta situación generó una leve depreciación de los bonos corporativos norteamericanos que, lógicamente, fue mayor en los bonos con peor calificación de riesgo. Esto se dio a pesar que la presentación de los resultados de las empresas integrantes del S&P500 para el 4Q09 fue superior a lo esperado por los analistas.

Rendimiento Treasury Note vs Bonos Corporativos USA 10 años



Efectivamente, de las 500 integrantes de dicho índice ya han presentado sus resultados al 4Q09 unas 487 empresas, de las cuales 309 han presentado ganancias por encima de lo esperado, mientras que 165 no cumplieron las expectativas de los analistas. Las ganancias por índice alcanzaron a los U\$S 16,78 siendo un 75,7% superiores a las obtenidas en el 4Q08.

Nos mantenemos optimistas para el mercado accionario norteamericano. Las ganancias por Índice S&P500 para el 2009 se estiman entre los U\$S 62 / 60 mientras que para el 2010 se estiman en U\$S 78. El ratio *Price / Earning forward* sería de tan solo 14,10x. Estudios sobre períodos extensos de dicho índice sin contemplar inflación marcan que el P/E trailing promedio histórico de cotización del S&P500 es de 17,10x. Multiplicando dicho ratio por los U\$S 78 esperados nos daría un precio

objetivo del S&P500 de 1.333,80. Sin embargo fijamos como objetivo un escenario mas conservador de 1250 puntos para el S&P500 para fines del 2010.

Close Sightings The yields on the S&P 500 and on long-term US government bonds are at their nearest levels in four decades. This makes yield-oriented equities attractive relative to bonds.

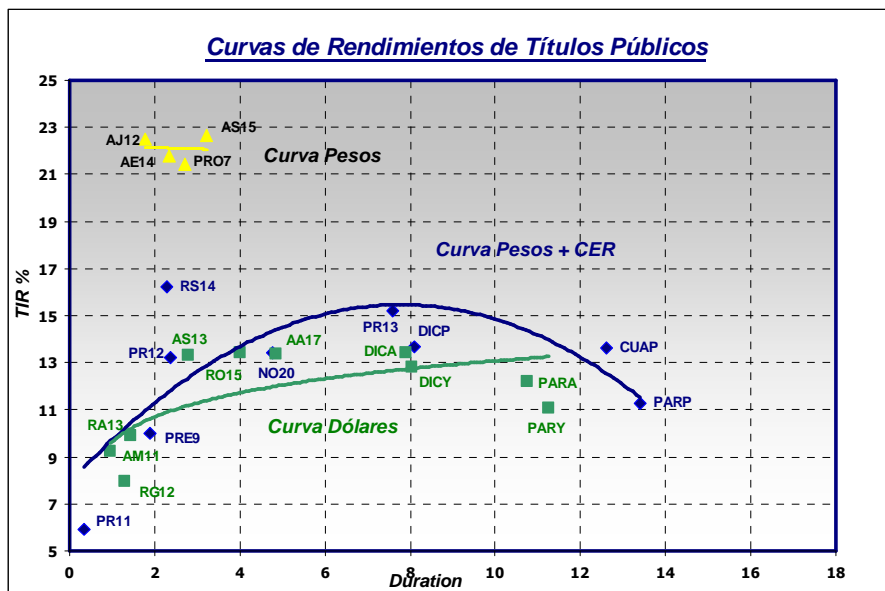


Source: Standard & Poor's, Bloomberg as of Jan. 29, 2010

A la recuperación de la actividad económica se suma el actual contexto de tasas de interés bajas que perdurará seguramente hasta fines del presente año, los cuales serán los causales de dicho impulso alcista. Como podemos ver en el gráfico a la izquierda, el spread entre el rendimiento del bono del tesoro de los EEUU y el dividend yield del índice S&P500 nunca fue tan bajo en las últimas cuatro décadas. Esto genera incentivos para que muchos inversores disminuyan su aversión al riesgo, y roten sus carteras a una mayor exposición de acciones con pago de dividendos en efectivo constantes en lugar de títulos públicos.

Contexto Local

Si el mundo financiero está preocupado por los riesgos de default de la deuda griega, cuya curva de rendimientos se sitúa entre 4,5% y 6,5% en euros, es fácil imaginar lo que piensan sobre los bonos locales, que rinden en dólares entre un 9% y 14%. Si bien nuestro pasado nos condena (defaults seriales, incluyendo las intervenciones en el Indec realizadas por el actual gobierno para disminuir el pago de la deuda en pesos



que ajusta por CER), el dinero suele no tener memoria y mirar a futuro para realizar sus apuestas. Sin lugar a dudas el factor de mayor incidencia en el actual rendimiento de la deuda es la imposibilidad de conseguir financiamiento en los mercados internacionales. De ahí la importancia del canje de deuda con los holdouts que desde el Ministerio de Economía afirman que sería lanzado en el presente mes. Para hacer mas atractiva la oferta, nuestra presidenta firmó

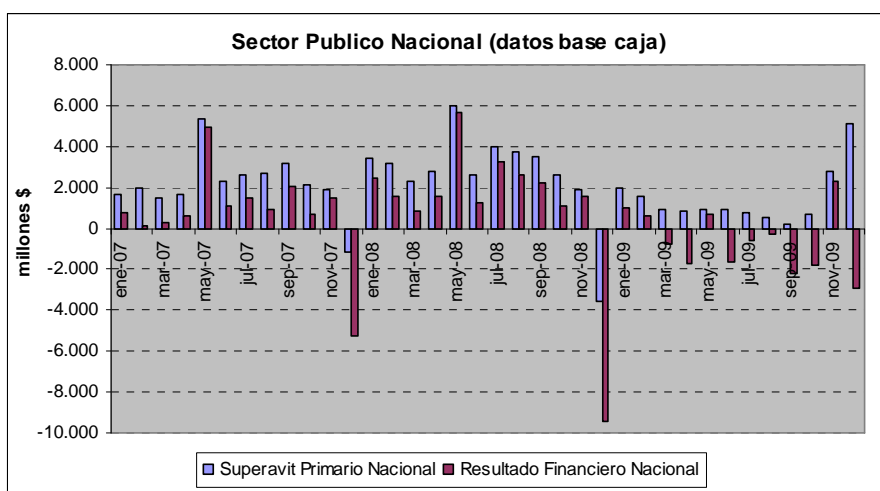
los decretos Nro. 297/2010 y 298/2010, en donde ordena al BCRA la transferencia de U\$S 2.187 y U\$S 4.382 al Tesoro Nacional para afrontar el pago de la deuda con los organismos internacionales y cancelar los vencimientos con los tenedores de bonos privados durante el 2010 respectivamente. Cabe mencionar que a través del decreto 296/2010 derogó la normativa que había creado en controvertido Fondo del Bicentenario. Evitando la discusión si la forma de instrumentación es la correcta, estos fondos alcanzarían para financiar la totalidad de los vencimientos por fuera del sector público durante el 2010.

Perfil Anual de Vencimientos de la Deuda del Sector Público Nacional

Incluye Tenencias dentro del Sector Público Nacional sobre estimaciones propias, con datos de la Secretaría de Finanzas (En millones de U\$S - Stock de deuda y tipo de cambio 30/09/09)

Vencimiento Capital + Intereses	2009			2010			2011			2012		
	Total	Tenencia	Neto	Total	Tenencia	Neto	Total	Tenencia	Neto	Total	Tenencia	Neto
PRÉSTAMOS	4.686	3.500	1.187	10.374	5.899	4.475	5.450	1.051	4.399	4.128	15	4.114
Organismos Internacionales	563	0	563	2.184	0	2.184	2.006	0	2.006	1.898	0	1.898
Préstamos Garantizados	229	0	229	569	0	569	512	0	512	395	0	395
Bonos Garantizados Provinciales	200	0	200	1.030	0	1.030	1.060	0	1.060	1.045	0	1.045
Banca Comercial	153	65	88	1.380	1.163	217	1.468	1.051	417	347	15	333
Organismos Oficiales	64	0	64	303	0	303	330	0	330	373	0	373
Pagarés	0	0	0	92	0	92	0	0	0	0	0	0
Otros Acreedores	43	0	43	79	0	79	74	0	74	70	0	70
Adelantos Transitorios del BCRA	3.435	3.435	0	4.736	4.736	0	0	0	0	0	0	0
TÍTULOS PÚBLICOS Y LETRAS DEL TESORO	3.152	1.987	1.165	8.421	2.702	5.719	7.942	1.175	6.767	6.842	1.158	5.684
Boden	312	43	269	3.290	411	2.879	3.094	477	2.617	2.948	474	2.474
Par	0	0	0	358	29	329	358	29	329	358	29	329
Descuento	385	92	293	770	184	586	770	184	586	770	184	586
Cuasipar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonar	462	76	386	1.901	321	1.579	3.423	379	3.044	2.472	366	2.106
Letra Intransferible al BCRA 2016	0	0	0	106	106	0	106	106	0	106	106	0
Letras del Tesoro	1.776	1.776	0	1.651	1.651	0	0	0	0	0	0	0
OTROS (***)	217	0	217	345	0	345	191	0	191	188	0	188
TOTAL DEUDA DENOMINADA EN PESOS	6.105	5.487	618	11.393	7.530	3.862	5.315	1.074	4.241	4.529	42	4.487
TOTAL DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA	1.733	0	1.733	7.402	1.070	6.332	8.078	1.152	6.926	6.442	1.131	5.310
TOTAL DEUDA	10.792	8.987	1.805	21.766	13.429	8.337	10.765	2.125	8.640	8.657	57	8.600

Recordemos que ya se han logrado la aprobación para refinanciar prácticamente el 80% de los vencimientos de capital con los organismos multilaterales. La apuesta del gobierno es que la curva de rendimientos de la deuda local baje a rendimientos de un dígito de tal manera de apreciar la oferta realizada a los holdouts, conseguir nueva financiación por U\$S 1.000 con aportes de los bancos intervinientes, y obtener un alto porcentaje de aceptación.



Queda por saber que pasará con el resultado fiscal en el presente año. Durante el 2009 el Sector Público Nacional obtuvo un superávit primario de \$17.286 millones, de los cuales el 55% fueron originados por los U\$S 2.500 de los derechos especiales de giro (DEG) enviados por el FMI, que fueron contabilizadas como transferencias corrientes en los meses de Noviembre y

Diciembre. Excluyendo los DEG, el déficit fiscal generado durante el 2009 sería de U\$S 4.360 millones, casi un 1,4% del PBI aproximadamente. En relación al déficit al que incurrieron los países que figuran en el cuadro de página 2, no debería ser preocupante en tanto y cuando el país pueda reestablecer el acceso al financiamiento en los mercados internacionales.

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. 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 - www.bullmarketbrokers.com