

## Perspectivas del mes de Septiembre del 2010

SEPTIEMBRE SUELE SER UN MES MALO PARA LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE, Y EN UN CONTEXTO DE DESACELERACION ECONOMICA LAS PROBABILIDADES QUE ESTO CAMBIE EN EL 2010 SON BAJAS. SIN EMBARGO DESDE BULLMARKETBROKERS CONSIDERAMOS A ESTA POSIBLE BAJA COMO UNA EXCELENTE OPORTUNIDAD DE COMPRA PENSANDO EN EL MEDIANO Y LARGO PLAZO, YA QUE HAY CLARAS SEÑALES DE PANICO EN EL MERCADO QUE SUELEN SER BUENOS PUNTOS DE INGRESO PARA ACTIVOS DE RENTA VARIABLE.



Los datos económicos en los EEUU que se fueron conociendo muestran mas señales de desaceleración, afectando al mercado accionario por temores que se generan sobre un posible *Double Dip* en dicha economía, siendo el sector inmobiliario claramente el primero en verse afectado. A su vez el mes de Septiembre suele ser un mes adverso en los mercados de renta variable –ver cuadro inferior-, debido

Índice Dow Jones	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Ganancia Acumulada últimos 40 años	44,99%	-1,28%	41,95%	85,75%	14,00%	-6,50%	27,61%	-4,68%	-54,87%	0,42%	44,19%	60,81%
% de meses en Alza	62%	54%	64%	59%	54%	51%	56%	59%	33%	59%	67%	69%
% de meses en Baja	38%	46%	36%	41%	46%	49%	44%	41%	67%	41%	33%	31%

Índice S&P500	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Ganancia Acumulada últimos 40 años	43,51%	-11,75%	42,03%	59,45%	25,50%	10,43%	5,75%	4,52%	-43,32%	10,11%	42,55%	59,31%
% de meses en Alza	59%	51%	64%	67%	62%	56%	44%	59%	41%	56%	67%	74%
% de meses en Baja	41%	49%	36%	33%	38%	44%	56%	41%	59%	44%	33%	26%

Fuente: BullmarketBrokers Soc. de Bolsa sobre datos de Bloomberg

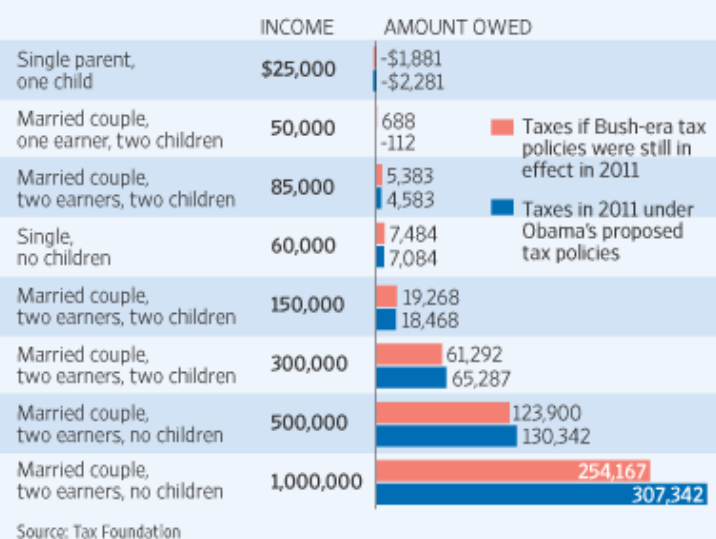
	ULTIMO	MÁXIMO	MÍNIMO	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN ANUAL
<b>DOW JONES</b>	10.014,72	10.698,75	9.985,81	-4,31%	-3,96%
<b>S&amp;P 500</b>	1.049,33	1.127,79	1.047,22	-4,74%	-5,90%
<b>NASDAQ COMP</b>	2.114,03	2.305,69	2.114,03	-6,24%	-6,84%
<b>NIKKEI</b>	8.824,06	9.694,01	8.824,06	-7,48%	-16,33%
<b>UKX LONDRES</b>	5.225,22	5.410,52	5.109,40	-0,62%	-3,47%
<b>CAC FRANCIA</b>	3.490,79	3.777,37	3.450,19	-4,18%	-11,32%
<b>DAX ALEMANIA</b>	5.925,22	6.351,60	5.899,50	-3,62%	-0,54%
<b>IBEX ESPAÑA</b>	10.187,00	10.871,40	9.894,00	-2,98%	-14,68%
<b>BOVESPA</b>	65.145,45	68.517,46	63.867,48	-3,51%	-5,02%
<b>MEXBOL</b>	31.679,85	32.917,92	31.217,99	-1,95%	-1,37%
<b>IPSA CHILE</b>	4.525,01	4.525,01	4.384,46	3,69%	26,35%
<b>MERVAL</b>	2.336,89	2.466,70	2.293,29	-2,39%	0,70%

parcialmente al efecto que genera la fecha de vencimiento del año fiscal en los EEUU que es el 30 de Septiembre.

Muchos accionistas con quebrantos en sus carteras optan por liquidar su posición antes de dicha fecha para compensar con esas pérdidas las ganancias obtenidas por posiciones cerradas anteriormente y/o otros ingresos gravados, de tal manera de pagar menos impuestos una vez

presentada la liquidación de los mismos a mediados de Abril. Este efecto se verá agravado en el presente año ya que vencen las rebajas en las alícuotas del impuesto a las ganancias aplicadas durante la presidencia de George W. Bush, incentivando a quienes se vean afectados a desarmar su cartera con ganancias acumuladas para pagar menos impuestos.

## Tax Takes | Taxes owed on typical tax returns



Se sabe que la intención del presidente Barack Obama con miras a las elecciones legislativas en Noviembre, es extender la baja de impuestos para las personas con ingresos anuales inferiores a los U\$S 200.000 o de U\$S 250.000 para el caso de las familias. Para los tramos superiores de ingresos, las alícuotas pasarían del 33% - 35% al 36% - 39,6% respectivamente. El impacto de dicha medida sobre la inversión y el consumo debería ser bajo ya que solo el 2% de los hogares perciben ingresos superiores a los U\$S 250.000 según estadísticas recientes, y los estratos inferiores se ven beneficiados con rebaja de impuestos de hasta el 100%, tal como figura en tabla adjunta.

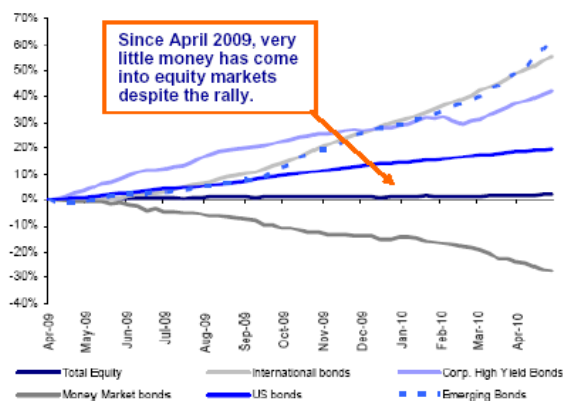
ESTRATOS DE INGRESOS DE LAS FAMILIAS NORTEAMERICANAS	CANTIDAD DE HOGARES (EN MILES)	PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL	INGRESO PROMEDIO
U\$S 0 A U\$S 25.000	29.024	24,8%	13.795 USD
U\$S 25.000 A U\$S 50.000	29.165	24,9%	36.436 USD
U\$S 50.000 A U\$S 100.000	34.981	29,9%	71.137 USD
U\$S 100.000 A U\$S 250.000	21.537	18,4%	141.056 USD
U\$S 250.000 A SUPERIOR	2.476	2,1%	415.517 USD
<b>TOTAL</b>	<b>117.183</b>	<b>100%</b>	<b>68.424 USD</b>

De acuerdo al último censo realizado en los EEUU, veremos en tabla adjunta la distribución de los hogares según sus ingresos. En el mismo podemos comprobar que solamente el 2,1% de la población estaría sufriendo subas en la erogación de sus impuestos del 5% o más. Mientras que casi el 80% de la población recibiría una

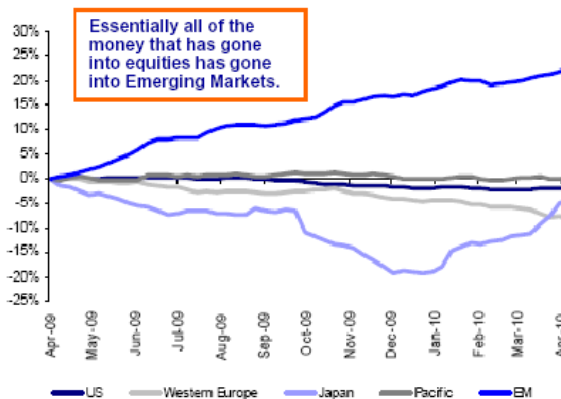
baja en la liquidación de sus impuestos del 14% o más según la reforma impositiva propuesta por el presidente Barack Obama.

Es difícil estimar el impacto en niveles agregados, de los movimientos de portafolio de aquellos inversores que liquidarían sus posiciones accionarias anticipándose al cambio en la alícuota del impuesto a las ganancias. Sin embargo, a juzgar por el bajo nivel de fondos acumulados que se volcaron por el mercado accionario desde los mínimos del Marzo-09, en línea con los bajos niveles de volumen operado que se viene registrando, no debería ser alto.

**Cumulative Fund Flows By Asset Class  
April 2009 – April 2010**



**Cumulative Equity Fund Flows By Region  
April 2009 – April 2010**



Source: Itaú Private Bank International, Deutsche Bank and Bloomberg as of April 30, 2010

Los activos de riesgo que mas podrían verse afectados por dicho efecto son los que acumularon el mayor volumen de fondos luego del efecto Lehman, entre los que se destacan los bonos tanto de países emergentes y desarrollados, como los corporativos norteamericanos high yield. En lo que es meramente activos de renta

**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

variable, las acciones mas expuestas son aquellas de países emergentes, que absorbieron prácticamente todos los fondos destinados a *Equity*.

En el caso del índice S&P500, de quebrarse el actual soporte de 1.010 / 1.040 el objetivo inmediato de búsqueda serían los 945 puntos (que es el 50% del retroceso entre los mínimos de Mar-09 y los máximos de Abr-10) y luego seguiría los 890 puntos (ratio de retroceso de 61,8% de Fibonacci) pero con una probabilidad de ocurrencia muy baja.

Ahora bien, con estos comentarios no nos queremos sumar a los pronosticadores del holocausto que suelen tener trascendencia en los medios internacionales en contextos de desaceleración económica como el actual, sino todo lo contrario. Vemos al posible recorte que pueda generarse en los próximos días como una buena

oportunidad de compra pensando en el mediano y largo plazo.

Este gran flujo de fondos que fue volcándose a los activos de renta fija en el último año y medio provocó que el dividend yield del índice S&P500 alcance niveles similares al rendimiento del bono del Tesoro Norteamericano a 10 años. Habría que remontarse 50 años atrás para encontrar una circunstancia similar en la historia – ver gráfico superior-. Lógicamente esto hace que comience a ser mas atractivas las acciones

como inversión en lugar de bonos para aquellos que prioricen una renta antes que una ganancia de capital.

Como podemos ver en gráfico adjunto el cociente entre los dividendos pagados por el índice en los últimos 12 meses (US\$ 22,30) y el precio del S&P500 es de 2,11%, mientras que la tasa a 10 años oscila en los 2,5%. Para los próximos años se estima que el dividend yield ascienda hasta el 2,61% en el 2013.

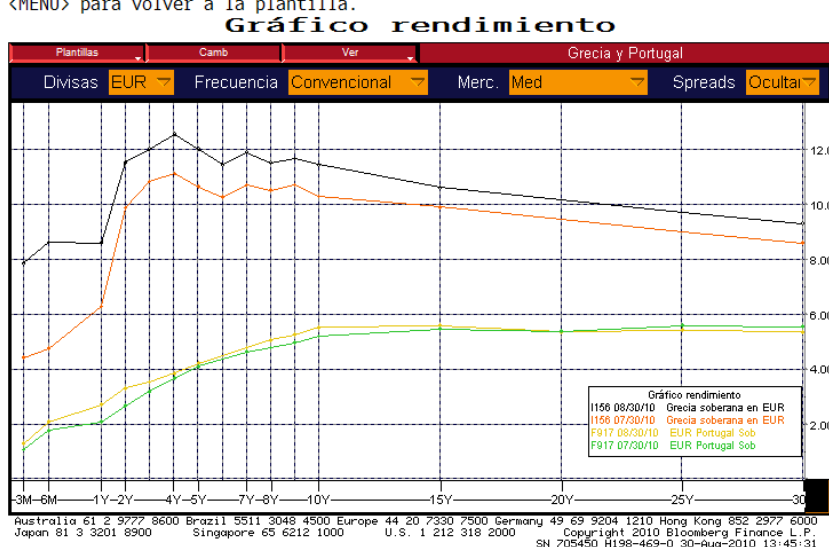


Estas circunstancias se dan solamente en contextos de pánico, donde la percepción de una posible recesión económica afecte las ganancias de las empresas en el futuro, provocando una caída en los precios del mercado accionario. Dicho escenario si bien tiene bajas probabilidades de ocurrencia, provoca un escepticismo que nos hace recordar la frase mencionada por Sr. John Templeton: “*The bull markets are born in pessimism, grow in skepticism, mature in optimism and die in euphoria*”.

Menu  
<MENU> para volver a la plantilla.

EquityYCRV

Estos temores también se están haciendo presente en los países europeos con situaciones fiscales delicadas como Grecia y Portugal. En gráfico adjunto vemos el desplazamiento superior de la curva de rendimiento de la deuda soberana durante el mes de Agosto a pesar del cumplimiento de las metas de recorte fiscal que vienen llevando a cabo.



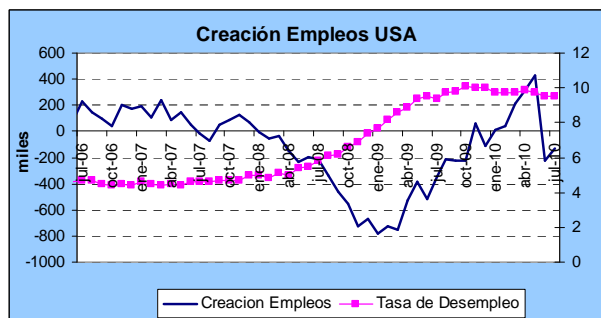
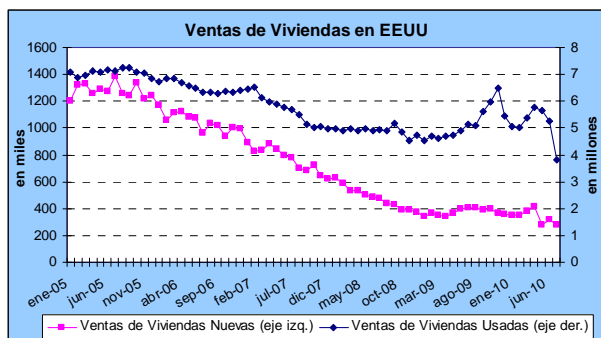
En lo que respecta a los EEUU, habrá que estar atentos principalmente al dato de empleo que será publicado el viernes 3 de Septiembre, y a la reunión

del Federal Open Market Comité (FOMC) del día 21 de Septiembre.

EVOLUCIÓN PBI DE LOS ESTADOS UNIDOS	V% QoQ SAAR						CONTRIBUCIÓN					
	2009				2010		2009				2010	
	I	II	III	IV	I	II	I	II	III	IV	I	II
TRIMESTRE												
CONSUMO	-0,5%	-1,6%	2,0%	0,9%	1,9%	2,0%	-0,3%	-1,1%	1,4%	0,7%	1,3%	1,4%
INVERSIÓN	-42,2%	-18,5%	11,8%	26,7%	29,1%	25,0%	-6,8%	-2,3%	1,2%	2,7%	3,0%	2,8%
INVENTARIOS (U\$S BB)	-141,9	-161,8	-128,2	-36,7	44,1	63,2	-1,1%	-1,0%	1,1%	2,8%	2,6%	0,6%
RESIDENCIAL	-36,2%	-19,7%	10,6%	-0,8%	-12,3%	27,2%	-1,2%	-0,5%	0,3%	0,0%	-0,3%	0,6%
NO RESIDENCIAL	-35,2%	-7,5%	-1,7%	-1,4%	7,8%	17,6%	-4,5%	-0,7%	-0,1%	-0,1%	0,7%	1,5%
GASTO PÚBLICO	-3,0%	6,1%	1,6%	-1,4%	-1,6%	4,3%	-0,6%	1,2%	0,3%	-0,3%	-0,3%	0,9%
SECTOR EXTERNO (U\$S BB)	-386,5	-342	-390,8	-330,1	-338,4	-449,9	2,9%	1,5%	-1,4%	1,9%	-0,3%	-3,4%
PBI V% QoQ SAAR	-4,9%	-0,7%	1,6%	5,0%	3,7%	1,6%	-4,9%	-0,7%	1,6%	5,0%	3,7%	1,6%

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

En cuadro superior vemos claramente la desaceleración que se viene registrando en el PBI norteamericano, en donde el efecto de recomposición de inventarios y el sector



externo dejan de tener el impacto en el producto que generaban el inicio de la recuperación económica y un dólar a 1,5 euros como en Noviembre-09.

En la conferencia de Jackson Hole el viernes 27 de Agosto, el presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke afirmó que se estaría produciendo la transición entre un crecimiento impulsado por estímulos fiscales y recomposición de inventarios hacia una expansión liderada por el consumo y la inversión, aunque admitió que el ritmo de crecimiento es menos vigoroso de lo esperado. En este sentido, mencionó que tanto las perspectivas de la economía como de la política monetaria son altamente dependientes de la evolución que muestre el mercado laboral. Señaló además que el FOMC aplicaría nuevas medidas de política monetaria expansiva solo si las perspectivas económicas se deterioran significativamente. En este sentido, las cuatro opciones que el FOMC contempla para estimular la economía son:

- Compras adicionales de activos en el mercado.
- Eliminar los temores a una suba de tasa en el corto plazo señalando las precondiciones necesarias para comenzar a subirlas.
- Reducir o eliminar la tasa de interés sobre las reservas excedentes (IOER)
- Incrementar el objetivo de inflación de mediano plazo.

Con la cantidad de herramientas de política monetaria que se están aplicando, produciendo la alta liquidez existente en los mercados, la efectividad en el corto plazo de nuevos estímulos fiscales sería mayor a las opciones mencionadas por Bernanke anteriormente para incentivar el crecimiento del consumo y del producto. A esto apunta en parte la reforma impositiva de Obama mencionada anteriormente. Sin embargo los comicios que se llevarán a cabo en Noviembre impiden pensar en nuevas medidas adicionales debido a la fuerte presión republicana para disminuir el déficit fiscal.

En los cuadros siguientes mostramos un análisis comparativo de las utilidades netas, Ebitda y resultados operativos presentados por las empresas locales al 2Q10 publicadas en el mes de Agosto.



COMPAÑÍA	TICKER	UTILIDAD NETA			EBITDA			RESULTADO OPERATIVO		
		2Q09	1Q10	2Q10	2Q09	1Q10	2Q10	2Q09	1Q10	2Q10
<b>ACERO</b>										
SIDERAR	ERAR	275.513	334.301	795.366	93.523	450.957	459.999	22.339	388.120	396.681
SOCOTHERM	SOCO	-10.688	-15.956	-21.297	20.068	-522	-16.515	16.752	-5.334	-22.166
TENARIS***	TS	343.268	219.549	282.098	570.660	467.302	499.257	444.340	309.340	405.303
<b>ELECTRICIDAD</b>										
E. COSTANERA	CECO	-22.509	515	-9.096	38.297	64.462	38.367	-703	24.072	-1.802
C. PUERTO	CEPU	104.899	89.587	29.108	24.139	78.887	44.616	18.769	68.658	38.343
EDENOR	EDN	46.855	4.967	-6.291	87.999	97.110	84.210	44.259	52.702	39.619
TRANSENER	TRAN	11.028	-15.932	-13.473	47.792	41.513	36.944	17.020	10.522	5.996
PAMPA ENERGÍA	PAMP	138.073	5.232	-87.196	191.887	185.641	176.514	111.927	101.728	88.494
<b>GAS</b>										
TRANSP. DE GAS DEL SUR	TGSU	24.600	75.400	-22.939	155.700	234.400	133.057	104.900	181.700	79.457
<b>PETRÓLEO</b>										
COMERCIAL DEL PLATA	COME	-27.735	-22.500	-7.813	3.087	9.417	5.042	-3.146	4.286	666
PETROBRAS ARGENTINA S.A.	PESA	969.000	180.000	203.000	634.000	833.000	725.000	282.000	510.000	402.000
PETROBRAS BRASIL**	APBR	7.734.000	7.726.000	8.295.000	17.513.000	15.076.000	15.927.000	13.896.000	11.617.000	12.303.000
CARBOCLOR	CARC	6.137	2.940	972	12.802	6.917	4.414	10.479	4.475	1.842
YPF	YFPD	537.000	1.535.000	1.558.000	2.835.000	4.016.000	3.904.000	1.479.000	2.713.000	2.522.000
<b>TELCOS &amp; MEDIA</b>										
TELECOM ARGENTINA	TECO2	374.000	411.000	454.000	924.000	1.064.000	1.100.000	686.000	763.000	776.000
GRUPO CLARÍN	GCLA	125.744	94.076	153.010	527.229	529.807	623.217	373.699	385.117	469.592

DATOS EN MILES \*\*DATOS EXPRESADO EN REALES (R\$) – \*\*\*DATOS EXPRESADOS EN DÓLARES (U\$S)



COMPAÑÍA	TICKER	UTILIDAD NETA			EBITDA			RESULTADO OPERATIVO		
		2Q09	1Q10	2Q10	2Q09	1Q10	2Q10	2Q09	1Q10	2Q10
<b>AGROINDUSTRIA</b>										
AGROMETAL	AGRO	-1.715	-5.153	-1.378	-1.165	-5.764	4.594	-2.522	-7.368	2.969
CRESUD	CRES	119.941	-141.845	184.657	141.117	-306.350	513.810	106.486	-280.475	416.609
<b>ALIMENTOS &amp; BEBIDAS</b>										
LEDESMA	LEDE	28.702	45.321	69.587	42.516	126.740	92.517	27.997	114.570	77.767
MOLINOS	MOLI	144.719	74.610	109.010	300.409	202.341	271.729	263.581	169.314	233.842
<b>AUTOMOTRICES</b>										
MIRGOR	MIRG	-4.956	-10.864	-4.598	4.754	-5.786	3.523	2.859	-7.552	1.724
<b>CALZADO &amp; TEXTIL</b>										
ALPARGATAS	ALPA	7.758	3.389	3.029	18.140	18.630	14.070	9.177	12.247	7.740
<b>CEMENTO &amp; CONSTRUCCIÓN</b>										
JUAN MINETTI	JMIN	16.809	19.318	27.244	91.354	65.330	80.938	64.509	45.596	61.357
<b>PAPEL &amp; CELULOSA</b>										
CELULOSA	CELU	-61.463	-835	16.476	52.377	38.608	64.752	35.983	20.617	47.779
<b>PETROQUÍMICAS</b>										
SOLVAY INDUPA	INDU	-86.160	-29.606	-20.261	35.687	39.962	68.714	-7.351	-8.675	19.831
<b>APUESTAS</b>										
BOLDT	BOLT	13.550	16.433	18.815	38.981	40.256	40.168	26.522	27.993	28.302
BOLDT GAMING	GAMI	26.440	31.658	30.933	43.813	51.927	50.462	38.437	47.812	46.732



COMPAÑÍA	TICKER	UTILIDAD NETA			MARGEN FINANCIERO			RDO. POR INTER. FINANCIERA NETA		
		2Q09	1Q10	2Q10	2Q09	1Q10	2Q10	2Q09	1Q10	2Q10
<b>BANCOS</b>										
<b>BCO. MACRO</b>	<b>BMA</b>	163.200	246.040	222.100	604.700	654.000	496.700	412.700	422.300	261.000
<b>BCO. FRANCÉS</b>	<b>FRAN</b>	61.846	159.674	203.373	386.100	476.600	433.400	196.200	249.400	199.100
<b>GRUPO FINANCIERO GALICIA</b>	<b>GGAL</b>	36.800	51.700	46.400	361.100	406.600	488.000	48.300	85.400	264.400
<b>BCO. PATAGONIA</b>	<b>BPAT</b>	121.500	99.075	61.982	369.251	241.595	238.307	239.257	144.018	94.805
<b>BCO. HIPOTECARIO</b>	<b>BHIP</b>	52.974	40.139	43.998	161.558	125.309	119.057	112.091	29.299	27.485

Datos Expresado en Miles de pesos (\$)

**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 9ºPiso - (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)