



**Paula Premrou**

Directora de Research  
[ppremrou@portfoliopersonal.com](mailto:ppremrou@portfoliopersonal.com)

**Sabrina Corujo**

Jefa de Research  
[scorujo@portfoliopersonal.com](mailto:scorujo@portfoliopersonal.com)

**Florencia Mosteirín**

Analista  
[fmosteirin@portfoliopersonal.com](mailto:fmosteirin@portfoliopersonal.com)

## EL MERCADO A LA ESPERA RESULTADOS CORPORATIVOS QUE PUEDAN CONVALIDAR, O NO, UN REBOTE MAS FUERTE

Este lunes comienza oficialmente una nueva temporada de resultados corporativos de Estados Unidos. Es la correspondiente al II trimestre del año y, como es habitual, el primer reporte a llegar será el de Alcoa (AA) al cierre del mercado de hoy. Como primera aproximación, y para las compañías del S&P500 se descuenta que esta presentación será la tercera consecutiva que refleje un incremento en las ganancias corporativas interanualmente, aunque se entiende que esta recomposición en los beneficios será a una tasa más moderada que la observada en el IV Trim. 09 y I Trim. 10.

En relación al contexto en el comenzarán a llegar los resultados, se puede tomar como una lectura positiva, el hecho de que los mercados atenuaron en parte el nivel de elevada volatilidad que presentaron en las últimas semanas. Para tomar como referencia, el índice de volatilidad VIX se encuentra actualmente en un nivel de 27 puntos, mientras que el 20 de mayo pasado tocó su máximo del año al superar los 45 puntos.

No obstante, hay que tener presente -y lo hemos ya volcado en informes anteriores- que las dudas sobre los temas que han disparado la corrección a la baja de los mercados desde los máximos de abril continúan aún vigentes. En especial, todo lo que pueda llegar a alentar preocupaciones crecientes sobre que finalmente se termine en un escenario de "doble recesión". Un marco que igualmente, desde nuestra óptica, tiene actualmente baja probabilidad.

Este contexto no invalida, sin embargo, que los inversores estén en el muy corto plazo encima de cada dato o noticia que pueda llegar a dar indicios sobre qué tan grave es la crisis de Europa y cuál será realmente el impacto final; o bien qué tan sostenida y sólida -o, no- es la recuperación económica de USA. E incluso hasta monitorear las noticias provenientes de China por el peso que el gigante asiático ganó como sostén del crecimiento mundial.

De hecho, la agenda macro, se sumará así a la corporativa. Sin ir más lejos, entendemos que ambas podrán convalidar el rebote de la última semana y hasta ayudar a extenderlo en las próximas ruedas, o en contraposición, empujar a una nueva baja en los mercados (para muchos analistas extranjeros, por ejemplo, los mínimos de la crisis actual aún no se vieron). En esta última posibilidad es claro que la fragilidad macro podría llegar a opacar buenos resultados.

Ahora bien, para una mayor comprensión de los datos próximos a llegar recomendamos tener en cuenta los siguientes puntos:

**UNO.** Las expectativas generales del mercado para los resultados del segundo trimestre del año son elevadas, e incluso han sido revisadas al alza en los últimos dos meses. Para el total de las empresas del S&P500 se estima un incremento en las ganancias -medidas a través de los beneficios por acción (BPA)- del orden del 34.3% en términos interanuales. Esta tasa igualmente, y como hemos adelantado arriba, está

por debajo del 176% que se observó en la presentación del cuarto trimestre del 2009 y del 52.4% del trimestre pasado.

Sin tener en cuenta a las entidades financieras, la tasa de crecimiento esperada es un poco menor y se ubica en torno al 28.5%. De confirmarse, acá sí hay diferencias con respecto al comportamiento de los resultados en los dos trimestres previos. Recordemos que en IV Trim. 09 la recomposición interanual de los beneficios había sido bastante tímida del orden del 13.7%, mientras que recién en el I Trim. 10 existió más solidez con un incremento del 38%.

Tales diferencias, no obstante, se hacen más notables cuando comparamos las tasas actuales esperadas con respecto al promedio observado en los últimos cuatro trimestres. Excluyendo a los bancos, de hecho, la suba proyectada en las ganancias del 28% terminaría reflejando una fuerte recomposición con respecto a una tasa promedio levemente negativa si recopilamos las últimas cuatro temporadas de balances.

### RESULTADOS CORPORATIVOS S&P500: LO PASADO Y LO ESPERADO

	7	8	9	1	2		¿3?
Resultado por sectores del S&P500	I Trim. 2009	II Trim. 2009	III Trim. 2009	IV Trim. 2009	I Trim. 2010	Crec. Prom. (*)	Exp. II Trim. (**)
CONSUMO DISCRECIONAL (Bs. Durables; autos; servicios)	-91,5%	-16,1%	-22,1%	134,8%	128,4%	56,3%	44,9%
CONSUMO BASICO (Alimentos; bebidas; prod. Pers.)	-1,7%	-0,4%	1,9%	11,3%	14,4%	6,8%	4,1%
ENERGÍA	-59,4%	-67,1%	-63,0%	-24,4%	63,2%	-22,8%	72,5%
FINANCIERAS	-38,6%	-36,7%	475,0%	101,9%	219,7%	190,0%	84,4%
SALUD	1,2%	7,3%	4,8%	3,4%	16,7%	8,1%	9,1%
INDUSTRIA	-36,2%	-34,9%	-37,7%	-11,4%	3,9%	-20,0%	15,2%
TECNOLOGÍA	-27,6%	-16,6%	-1,7%	38,8%	67,6%	22,0%	52,8%
MATERIALES	-74,8%	-65,3%	-43,4%	218,2%	132,2%	60,4%	93,1%
TELECOMUNICACIONES	-14,4%	-24,0%	-18,1%	-9,1%	-2,3%	-13,4%	-4,6%
UTILITIES	0,6%	-3,4%	4,2%	5,0%	5,4%	2,8%	-2,3%
Prom. Crec. BPA Y/Y	-33,2%	-28,9%	-15,6%	176,7%	52,4%	46,2%	34,3%
Prom. Crec. BPA Y/Y - Sin Financieras	-32,6%	-27,9%	-24,1%	13,7%	38,0%	-0,1%	28,5%

(\*) Considerando los 4 trimestres anteriores (\*\*) Las expectativas son al 09-04-10

Fuente: PP en base a Bloomberg

**DOS.** Con respecto a las expectativas que comentamos arriba, lo más destacado a señalar es que están han sido revisadas al alza en las últimas semanas, aún cuando el marco macroeconómico se ha opacado. Hace seis meses atrás, por ejemplo, la recomposición en las ganancias esperadas era menor al 27%.

Es decir, existe cierta contraposición entre expectativas alcistas en las ganancias y las crecientes dudas sobre el crecimiento de Estados Unidos. En realidad, así la lectura más favorable debería pasar porque estas dudas aún no se materializan en datos concretos y, por ende, no afectarían por ahora los resultados.

Una última posibilidad que sería bueno comprobar o ratificar en el actual escenario en donde el mercado parece sobreexagerar, por momentos, algunos miedos. Habrá igualmente que esperar que los balances se vayan acumulando para sacar alguna conclusión más real.

**TRES.** Sin embargo, hay algo que sí es claro, las expectativas siempre terminarán confrontándose con la realidad. Aunque hay que tener presente que el impacto de ello

➔ **ALERTA** /// JULIO 12, 2010

en los mercados no siempre es el mismo. Es decir, el oxígeno que termine dando una buena temporada de resultados a las acciones depende no sólo de las expectativas, sino también del contexto.

Si hablamos de las expectativas, claramente, nos referimos a qué tan positivas son. Por ejemplo, puede mantenerse alto el ratio de sorpresas positivas (compañías que reportaron por arriba de lo esperado), pero la media de ganancias por encima de lo proyectado va cayendo. En otras palabras, sorprenden, pero menos que antes. Algo último, de hecho, que en parte se observó en las últimas presentaciones.

Mientras que si hablamos del contexto debemos diferenciar entre el impacto en el mercado que generó las primeras temporadas del 2009, y las últimas. En el primero de los casos los datos macro comenzaban a mostrar los primeros signos de reactivación luego de la crisis, y buenos resultados fueron la variable que ayudó a convalidar e impulsar la recuperación de los mercados.

En cambio, ya en las últimas presentaciones, el marco es diferente. Algunos datos de actividad reflejaron cierto estancamiento, lo que permite a algunos dudar sobre lo real de la recuperación a futuro, y esto claramente va más allá de los resultados obtenidos en un segundo trimestre que ya pasó. Es decir, buenos resultados servirá para ver qué aún no existió impacto en materia de beneficios empresariales, pero ello no implicaría que se siga dudando sobre lo que puede llegar a futuro.

#### EL IMPACTO EN EL MERCADO DE TEMPORADAS PASADAS

(medido en el primer mes de resultados)

Indice	Nivel inicio de la Temp.	Nivel al mes	Var. % en el mes	Sorp. Positivas	Sin Sorpresa	Sorp. Negativas	Media Sorp. Pos. Gcias
S&P500	815,55	907,39	11,3%	66,50%	6,80%	26,70%	15,20%
Dow Jones	7.789,00	8.409,00	8,0%				
S&P500	879,56	1.010,40	14,9%	72,20%	8,20%	19,60%	13,70%
Dow Jones	8.163,60	9.370,00	14,8%				
S&P500	1.054,70	1.093,00	3,6%	79,50%	7,40%	13,10%	12,10%
Dow Jones	9.731,25	10.226,90	5,1%				
S&P500	1.146,90	1.078,40	-6,0%	72,50%	10,30%	17,20%	10,70%
Dow Jones	10.664,00	10.144,20	-4,9%				
S&P500	1.194,30	1.171,67	-1,9%	77,20%	8,20%	14,60%	11,30%
Dow Jones	10.997,30	10.896,90	-0,9%				

Fuente: PP en base a Bloomberg

**CUATRO.** Ahora bien, la recomposición esperada en las ganancias no es igual para todos los sectores. Puntualmente, sobre un total de diez rubros, los que presentarían crecimiento en las ganancias serían ocho. Las mayores expectativas son para el sector de materiales (+93.1% de incremento interanual), financiero (+84%), consumo discrecional (+44.9%), y tecnología (+52.8%). Los primeros tres, de hecho, fueron los más afectados en la crisis del 2008. Por ende, hoy responden lógicamente a una recomposición en las ganancias. Sin ir más lejos, este no sería el primer mes en que estos sectores liderarían las ganancias.

En tanto que otros dos sectores -telecomunicaciones y utilities- mostrarían caídas en sus beneficios con respecto a igual trimestre del año pasado, de entre 2% y 4%.

Mientras que consumo básico y salud -dos de los sectores que actuaron como refugio en la crisis- mostrarían tasas positivas de crecimiento en sus ganancias, pero moderadas de entre 4% y 9%.

**CINCO.** Con respecto a las ganancias por sectores, gran parte de las miradas, estarán nuevamente concentradas en los bancos. Primero, porque son uno de los pilares básicos para analizar que tan bien o no va la recuperación del sistema financiero luego de la crisis. Segundo, porque se cree que las ganancias ya no serán tan positivas como las reportadas en el primer trimestre del año. Específicamente, la tasa de crecimiento en las ganancias proyectada contra igual trimestre del año pasado, es del 84%. Sería el cuarto trimestre consecutivo de recomposición, aunque lógicamente a un ritmo que se viene desacelerando.

Incluso en la temporada actual se podrá ver el impacto negativo que provocó, según ya resaltan varios informes extranjeros, menores ganancias por el negocio de trading durante mayo-julio. Algo previsible. Los ingresos por este negocio habían llevado a resultados muy por arriba de lo esperado a varios bancos entre fines del año próximo y principios del actual, aunque se entendía que serían prácticamente irrepetibles a futuro. Informes de afuera dan a entender que las condiciones sumamente difíciles del mercado en los últimos meses secaron las comisiones por las operaciones bursátiles y se congelaron las adquisiciones y las salidas a bolsa. Así hay analistas internacionales que llegan hablar, por ejemplo, que muchos de los bancos (europeos y americanos) podrán tener una caída de hasta 50% año sobre año, en su facturación por trading y asesoría.

Para comprobar o no esta posibilidad, igualmente, no habrá que esperar mucho. El 16 de julio llegarán los primeros resultados de la mano de Bank Of America, Citi y Goldman.

**SEIS.** Por último, ¿qué esperar a futuro? En realidad, de confirmarse el escenario al que apuesta la FED -de un crecimiento económico gradual y moderado en Estado Unidos-, las tasas de recomposición en las ganancias seguirán pero a un ritmo más razonable. Por ejemplo, las estimaciones para el III trimestre del 2010 reflejan una tasa del 25%, en tanto que para el último trimestre del año ronda el 13%.

#### EXPECTATIVAS DE RESULTADOS FUTUROS -2010 Y 2011-

Expectativas resultados S&P500	II Trim. 2010	III Trim. 2010	IV Trim. 2010	Año 2010	Año 2011
<b>Prom. Crec. BPA Y/Y Esperado</b>	<b>34,3%</b>	<b>24,9%</b>	<b>12,5%</b>	<b>33,7%</b>	<b>17,8%</b>
<b>Prom. Crec. BPA Y/Y - Sin Financieras Esperado</b>	<b>28,5%</b>	<b>21,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>24,0%</b>	<b>14,8%</b>
CONSUMO DISCRECIONAL (Bs. Durables; autos; servicios)	44,9%	19,5%	8,1%	25,1%	16,9%
CONSUMO BASICO (Alimentos; bebidas; prod. Pers.)	4,1%	6,0%	6,1%	8,8%	8,5%
ENERGÍA	72,5%	39,3%	32,1%	50,4%	21,8%
FINANCIERAS	84,4%	54,0%	181,8%	133,3%	34,8%
SALUD	9,1%	6,7%	9,1%	11,7%	9,1%
INDUSTRIA	15,2%	34,0%	8,1%	14,6%	19,6%
TECNOLOGÍA	52,8%	35,6%	17,0%	41,8%	15,5%
MATERIALES	93,1%	45,8%	43,1%	68,6%	25,9%
TELECOMUNICACIONES	-4,6%	-1,8%	4,9%	-1,9%	12,2%
UTILITIES	-2,3%	3,6%	3,1%	3,7%	4,2%

Fuente: PP en base a Bloomberg

*En resumen, creemos que la temporada de resultados llega en un momento complicado para los mercados. No obstante, su impacto en las acciones dependerá en gran parte de lo que permita la agenda macro. Si esta última no refleja grandes nuevas preocupaciones sobre la evolución de la economía americana -básicamente, no continúa poniendo en duda la solidez de su recuperación-, una buena presentación permitirá dejar los miedos un poco de lado y focalizarse más en los fundamentals que son positivos en una visión general.*

*En cambio, si desde la agenda macro o bien noticias (como las posibles de venir desde Europa), impulsan nuevamente el mayor temor de una doble recesión en el mundo, los resultados aún siendo buenos podrán pasar desapercibidos al menos en el corto plazo.*

*No obstante, hay una realidad: convalidar rallies en estos mercados no es tan fácil como en el 2009. Los inversores se vuelven más exigentes, y analíticos. No sólo importa el número final de un balance, sino la composición de sus ganancias. Algo último, sin embargo, que no invalida el aumento de la selectividad propio de cada temporada de resultados.*

#### ANEXO I: LAS FECHAS Y LOS NUMEROS DE BPA DE LAS PRINCIPALES EMPRESAS AMERICANAS

RESULTADOS DE LAS PRINCIPALES ACCIONES AMERICANAS							
Empresa	Sector	Fecha Pres.	II Trim. 09	I Trim. 10	II Trim. 10 Estim.	Var. Esp. Interanual	Var. Esp. Trim.
Intel	Tecnología	13-Jul	-0,07	0,43	0,43	-710%	-1%
JP Morgan Chase	Financieras	15-Jul	0,70	0,74	0,73	4%	-2%
Google	Internet	15-Jul	4,66	6,06	6,53	40%	8%
Bank of America	Financieras	16-Jul	0,41	0,36	0,22	-46%	-39%
General Electric	Tecnología	16-Jul	0,31	0,21	0,27	-15%	26%
Citigroup	Financieras	16-Jul	-0,56	0,14	0,06	-110%	-61%
IBM	Tecnología	19-Jul	2,32	1,95	2,57	11%	32%
Texas Instruments	Tecnología	19-Jul	0,20	0,52	0,62	212%	20%
Goldman Sachs	Financieras	20-Jul	5,71	5,59	2,67	-53%	-52%
Apple	Tecnología	20-Jul	2,01	3,33	3,01	50%	-10%
Johnson & Johnson	Consumo	20-Jul	1,15	1,29	1,21	5%	-6%
Pepsico	Consumo	20-Jul	1,02	0,76	1,09	7%	43%
Coca Cola	Consumo	21-Jul	0,92	0,79	1,02	11%	29%
Wells Fargo	Financieras	21-Jul	0,68	0,53	0,49	-28%	-8%
Qualcomm	Tecnología	21-Jul	0,51	0,53	0,54	5%	1%
Abbot Lab.	Farmaceutica	21-Jul	0,89	0,84	0,99	11%	18%
Morgan Stanley	Financieras	22-Jul	-0,62	0,80	0,51	-182%	-37%
AT&T	Telefonía	22-Jul	0,59	0,59	0,57	-3%	-3%
American Express	Financieras	22-Jul	0,26	0,73	0,76	190%	3%
Microsoft	Tecnología	22-Jul	0,37	0,45	0,46	24%	2%
Philip Morris	Consumo	22-Jul	0,84	0,90	0,96	15%	7%
McDonalds	Consumo	23-Jul	0,97	1,05	1,12	15%	6%
Verizon	Telefonía	23-Jul	0,63	0,56	0,56	-11%	0%
Amazon	Consumo	23-Jul	0,32	0,66	0,54	69%	-18%
Honeywell	Tecnología	23-Jul	0,74	0,63	0,57	-23%	-9%
Conoco Phillips	Petróleo	28-Jul	0,98	1,47	1,57	60%	7%
Exxon Mobil	Petróleo	29-Jul	0,84	1,37	1,43	70%	4%
Chevron	Petróleo	30-Jul	0,89	2,36	2,22	149%	-6%
Procter & Gamble	Consumo	5-Ago	0,80	0,83	0,73	-9%	-12%
Cisco	Tecnología	11-Ago	0,25	0,35	0,42	66%	19%
Wal Mart	Consumo	17-Ago	0,88	0,88	0,97	10%	10%
Hewlett Packard	Tecnología	19-Ago	0,91	0,98	1,06	16%	8%
<b>Total</b>			<b>30,51</b>	<b>38,68</b>	<b>36,42</b>	<b>19%</b>	<b>-6%</b>

Fuente: PP en base a Bloomberg

Sarmiento 459 Piso 2º (C1041AAI) Capital Federal

Portfolio Personal es productora de Compañía Inversora Bursátil Soc. de Bolsa S.A. [www.portfoliopersonal.com.ar](http://www.portfoliopersonal.com.ar)

→ **ALERTA** /// JULIO 12, 2010

---

---

DISCLAIMER: Este informe ha sido preparado por el personal de Portfolio Personal S.A., y en el se vierten opiniones personales. El objeto del mismo es brindar información y de ningún modo debe ser considerado como una oferta, o recomendación para la compra, venta o seguimiento de una estrategia determinada respecto de títulos valores u otros instrumentos financieros. Portfolio Personal S.A. no garantiza que la información contenida en el presente sea correcta, completa o actualizada ya que la mayor parte de ella es provista por terceros sobre los cuales no existe un control por parte de Portfolio Personal S.A. La información vertida en el presente informe puede ser modificada sin que sea necesario ningún tipo de notificación previa ni aviso al respecto. Para evaluar la conveniencia de las inversiones a las que puede hacer referencia el presente informe, el lector deberá realizar un análisis personal siendo además recomendable el asesoramiento por parte de personal calificado respecto de su situación específica. Portfolio Personal S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, directa o indirecta, por los daños producidos por el uso del presente informe.