

**Paula Premrou**  
DIRECTORA DE PORTFOLIO PERSONAL  
[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)

**Humberto Sola**  
ANALISTA  
[hsola@portfoliopersonal.com](mailto:hsola@portfoliopersonal.com)

**NUEVO INDICE:  
SALE  
MIRGOR, Y LOS BANCOS  
GANAN  
GRAN ESPACIO**

**01 DE OCTUBRE**

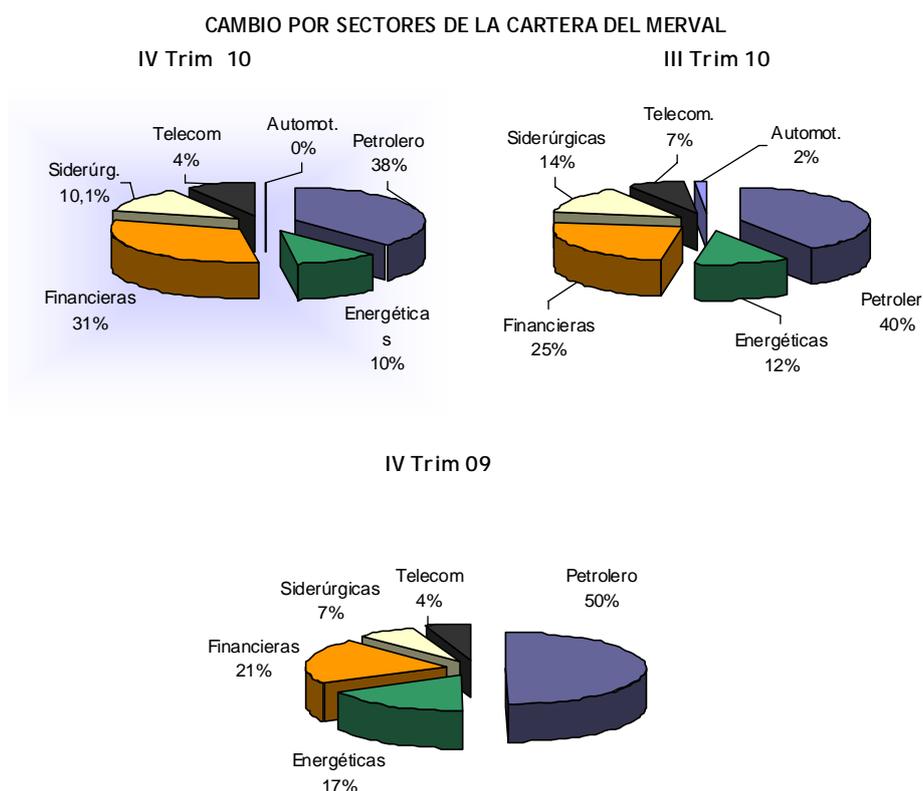
Desde hoy, el Merval tiene una nueva composición. Entre lo que hay que saber del indicador, que registrará para el período comprendido entre octubre-diciembre, se destaca:

- 1) **Se reduce la cantidad de papeles.** La cantidad de acciones que componen el índice líder se reduce a 14 ante la salida de Mirgor. Así se vuelve a un portfolio similar al observado en el I trimestre del año, aunque con diferentes ponderaciones.
- 2) **Tenaris mantiene ponderación.** Sigue siendo la acción de mayor peso con una reducción muy leve al pasar del 26.6% del III T10, al 25.12% en el actual. No obstante, se mantiene así bastante por debajo de la participación promedio trimestral del 40% del 2009.
- 3) **GGAL gana participación.** Se convierte en la segunda acción dentro del índice líder. De hecho, Grupo Financiero Galicia aumenta trimestralmente cerca de seis puntos porcentuales su peso a niveles de 15.69%, y un poco más en la comparación interanual. En el IV T09 su participación era del 8.8% y la cuarta dentro del Merval. De hecho, la entidad financiera pasó de operar en promedio unos \$ 3.5 millones diarios en el primer semestre del año, a poco más de \$ 9.3 millones en los últimos tres meses. El interés, al igual que otros bancos, se explica en parte por el mejor escenario financiero local y la fuerte suba en los bonos luego del canje de deuda. Influenciado a la vez, y claro está, por el retraso además que presentaban estos papeles.
- 4) **Petrobras Brasil cede y cae al tercer lugar.** La petrolera brasileña, que acumula una baja aproximadamente del 20% en el año, redujo poco más de un punto y medio su peso al 9.6%. Incluso, como TS, cede espacio a la participación promedio de poco más del 12% que llegó a presentar en 2009. Se vio afectada por las "idas y vueltas" de la ampliación de capital de la que se hablaba desde principios de año, pero recién se concretó la semana pasada. Por otra parte, y al ganar tanto espacio GGAL, también caen entre 1.3 y 1.7 puntos porcentuales los papeles de Siderar; Pampa (que pierde, en realidad, progresivamente peso desde el I trimestre del año); y Banco Patagonia en pleno proceso de venta al Banco Do Brasil.
- 5) **Telecom y Banco Francés, en cambio, ganan.** Aunque no tanto como GGAL, la empresa de telecomunicaciones -que ya finalmente cerró el conflicto societario que arrastraba desde el 2007- pasa de una ponderación del 6.98% al 8.63%. Mientras que el Banco Francés, también gana participación en cerca de un



punto porcentual de un trimestre a otro, al 5.6%. Fuerte diferencia, con relación al promedio de ponderación del 2.5%, que había presentado el banco el año pasado.

6) **Por sectores, el petrolero pierde y el financiero gana.** Básicamente explicado por la pérdida de ponderación de APBR, el primero pasa de representar el 40.7% en el III T10 al 37.4% en el actual. Con respecto a igual trimestre del año pasado, la pérdida es mayor, de casi trece puntos porcentuales. En tanto, el financiero -compuesto por GGAL, FRAN, BPAT, BMA, BHIP- sube su ponderación al 31.2% desde el 24.54 del previo, y del 20.8% de hace un año atrás.



7) **Los otros índices.** El MAR -que sabemos excluye Tenaris y Petrobras Brasil por ser empresas domiciliadas en el extranjero- incorpora, a partir de este trimestre a Irsa. Igualmente la cartera sigue en 16 ante la salida de TGS que se había incorporado en el trimestre previo. La mayor ponderación es para GGAL que pasa del 14.8% al 22.2%, seguida por cerca de TECO con el 12.2%. El Merval 25, por su parte, con su cartera fija en 25 acciones muestra en esta ocasión poco cambios: sale JMIN; entra BOLT.

## EVOLUCION TRIMESTRAL

Luego de las caídas observadas entre abril-junio, el tercer trimestre del año cerró con excelentes rendimientos (el mejor desde igual período del 2009) tanto para el Merval como el MAR. El primero acumuló un alza del 21% y el segundo del 27.6%. En esta oportunidad, de la mano de un mayor grado de selectividad, el mercado local



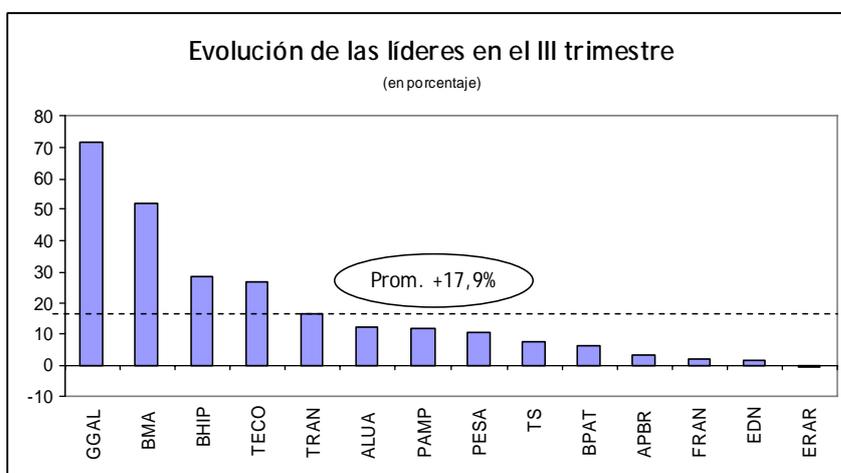
	MERVAL	MAR
III Trim 08	-24,1%	-14,9%
IV Trim 08	-32,4%	-29,3%
I Trim 09	4,3%	-7,4%
II Trim 09	41,0%	53,0%
III Trim 09	30,7%	38,4%
IV Trim 09	11,8%	9,0%
I Trim 10	2,3%	3,9%
II Trim 10	-7,0%	-1,9%
<b>III Trim 10</b>	<b>21,0%</b>	<b>27,6%</b>

Fuente: PP en base a Bloomberg

logró desacoplarse parcialmente de las dudas sobre la debilidad en la reactivación económica mundial que por momentos presionó la volatilidad en los principales mercados internacionales. En particular, por ejemplo, durante el mes de agosto.

No obstante, y como mencionamos recién, el comportamiento de las líderes durante el período en análisis no se puede generalizar y habla claramente de la selectividad propia que aportó el mercado local. De hecho, si bien las subas promedio en estas acciones fue cercana al 18%, GGAL (el papel que mayor peso gana en el Merval) brilló con un alza del 71%. También destacaron BMA, BHIP y TECO con un 51.7%, 28.5% y 27% respectivamente.

Sin ir más lejos, dicha preferencia se refleja en los negocios y por algo los cambios en el índice líder. Por ejemplo, Bancos saltó de concentrar sólo un 18% de los negocios en acciones en el primer semestre del año, a cerca del 31% en el actual, tal como muestra el cuadro adjunto. Pero el espacio que ganaron los negocios en este sector, no obstante, lo hicieron a costa de la pérdida de negocios del sector petrolero (pasó del 43% al 35%, lejos así del 60% que llegó a concentrar en el primer semestre del 2009), de las energéticas, y las siderúrgicas.

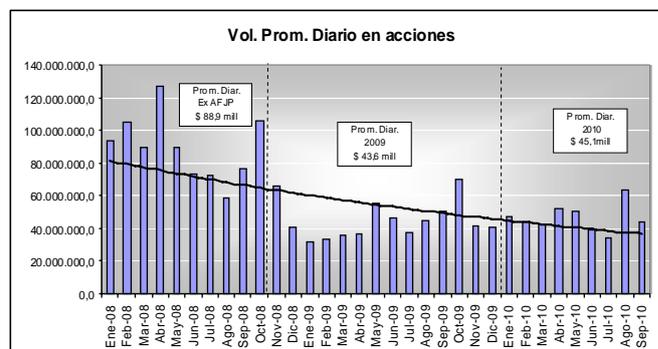
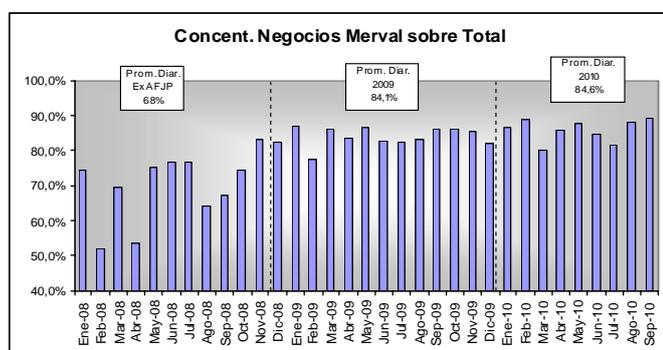


	Conc. TS	Conc. Petr.	Conc. Bancos	Conc. Energía	Conc. TECO	Conc. Sider.
Primer Sem. 08	19,2%	33,9%	13,0%	10,9%	5,3%	3,8%
Seg. Sem. 08	33,0%	45,1%	14,2%	8,0%	4,4%	3,0%
Primer Sem. 09	44,8%	60,5%	11,2%	5,8%	3,5%	2,8%
Seg. Sem. 09	28,4%	40,7%	17,8%	16,6%	3,4%	5,7%
Primer Sem. 10	31,6%	43,1%	18,6%	8,5%	5,6%	9,8%
<b>Seg. Sem. 10</b>	<b>23,6%</b>	<b>35,4%</b>	<b>30,7%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,2%</b>	<b>6,1%</b>

Y esto va claramente ligado, a que si bien cambio la concentración, el volumen transado en acciones continúa sin lograr recuperarse aún con el alza observada. En septiembre, el promedio diario operado en 44.3 millones de pesos, opacando así la recuperación leve del mes de agosto que había llevado los negocios nuevamente arriba de \$ 64 millones (un nivel que no lograba

superar desde octubre de 2009). La foto nos vuelve, de esta forma, a mostrar que estamos lejos de los \$ 89 millones que se operaban en la era AFJP.

Incluso tampoco se observa cambios en lo que es la concentración de lo operado por las líderes sobre el total transado en renta variable. Se ubicó arriba del 88%, contra un promedio en el año del 84% y también mostrando un claro cambio con el período pre-estatización de las AFJP que era del 68%.



En tanto, y gracias especialmente al comportamiento del trimestre que acaba de finalizar, en el año el índice líder acumula una suba 13.3% al llegar a marcar en las últimas ruedas nuevos máximos históricos. El rendimiento logrado es mucho más magro del 115% del 2009, pero claramente permitió revertir las pérdidas que hasta hace poco tiempo se mostraban. La comparación con el año pasado, además, también revela el diferencial de performance por sectores. Entre los más llamativos, el petrolero, que duplicó su valor en 2009 y hoy acumula una baja del 11% en el año. También energía revierte su balance de un año a otro, mientras que las siderúrgicas moderan fuerte sus ganancias (del 92% de alza en 2009, al 11% en lo que va del 2010). Así otros sectores, hasta incluso el financiero, que si bien extiende las subas del año pasado lo hace un ritmo más gradual. Una mirada por mes, por su parte, muestra a septiembre último como el más rentable.

Sector	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Sector	2009	2010
Petróleo	-2,7%	0,2%	2,7%	-4,8%	-9,9%	-2,5%	6,6%	-10,3%	10,6%	Petróleo	109,8%	-11,4%
Energía	-7,0%	-5,0%	3,0%	3,1%	-7,3%	-4,9%	7,7%	-6,3%	14,6%	Energía	92,5%	-4,4%
Siderúrgica	-2,2%	-2,2%	14,9%	12,2%	-16,0%	5,9%	3,8%	-6,2%	3,9%	Siderúrgica	70,0%	11,0%
Financieras	0,8%	-5,4%	14,6%	0,0%	-5,9%	4,8%	18,1%	4,7%	17,4%	Financieras	153,0%	56,4%
Telec.	2,0%	-1,2%	14,5%	5,1%	-13,7%	0,8%	7,9%	4,2%	13,0%	Telec.	110,8%	34,0%
Campo	2,0%	-0,5%	5,8%	6,5%	-8,1%	4,6%	10,8%	6,1%	7,8%	Campo	31,5%	39,0%
Gasíferas	-1,8%	-0,5%	20,9%	1,5%	-5,3%	0,0%	17,2%	-6,1%	0,4%	Gasíferas	53,8%	25,5%
Autom.	22,7%	0,6%	8,9%	-3,5%	-20,2%	1,1%	6,7%	-13,7%	8,6%	Autom.	204,8%	4,7%
Ind./Constr.	-1,3%	-1,0%	15,1%	5,1%	-10,8%	4,7%	5,2%	-0,1%	9,8%	Ind./Constr.	95,5%	27,5%
Merval	-1,0%	-3,4%	6,9%	1,0%	-8,2%	-0,7%	9,6%	-2,4%	12,5%	Merval	115,0%	13,3%
Dow Jones	-3,5%	2,6%	5,1%	1,4%	-7,9%	-3,5%	7,1%	-4,3%	7,9%			

**VISION LOCAL:** Luego de un primer semestre que no fue fácil, el tercer trimestre permitió a los inversores volver a respirar. Mostró un buen julio y un mejor septiembre, con sólo un revés parcial en agosto. Esto permite comenzar el último trimestre del año con una visión al menos más tranquilizadora, aunque no por ello despejada de algunos temores viejos en el plano internacional. Estamos hablando tanto de USA, como de Europa. En el primero todo gira sobre la ratificación, o no, de la debilidad observada en la recuperación económica. En el segundo, el foco está sobre la necesidad de nuevos rescates a bancos o países, como Irlanda o Portugal, entre otros. También incluso se continúa monitoreando ciertos temas relacionados a Asia que podrían presionar la volatilidad de los mercados, como un encrudecimiento en el conflicto entre China y Estados Unidos por el tipo de cambio, o sobre la probabilidad de que el gigante asiático tome medidas para enfriar su economía en un marco de contexto macro de por sí débil a nivel mundial.



En este sentido, creemos que octubre será clave. En especial, por las fuertes subas que acumuló Wall Street en septiembre, lo que lo podría hacer más vulnerable a una toma de ganancias si alguno de los varios drivers que a los que habrá que estar pendiente no cumple con las expectativas. Y acá hablamos desde la agenda macro del país (empleo llega el viernes próximo), hasta la presentación de los resultados corporativos de un nuevo trimestre. Recordemos que desde la semana próxima estos comenzaran a llegar y será una variable a seguir en la que se buscará nuevamente convalidar las expectativas (para algunos elevadas) que tiene el mercado. Buenas ganancias permitiría despejar en parte los cuestionamientos sobre la fragilidad económica. También tenemos presente que octubre es un mes de cierre de posiciones de algunos fondos a nivel internacional lo que puede convertirse en un factor de presión si las otras variables mencionadas no ayudan. Como incluso destacamos que será un mes de cuenta regresiva para las elecciones legislativas americanas (2 de noviembre) que pueden cambiar el cuadro político que enfrenta Obama, cuando como dijimos se discute el grado de reactivación económica y ganan cada vez más terreno la posibilidad de nuevas medidas de estímulo desde la política monetaria.

Por ende, un octubre para el que somos cautos, al menos en las primeras semanas en donde proyectamos una mayor volatilidad. Recién en noviembre entendemos que las presiones podrían caer y, si se despejan las dudas, Wall Street encarar la segunda parte del año para cerrar el 2010 con una suba anual del orden del 10/15%.

Estrictamente en lo local, por su parte, dos puntos. El primero es que, aunque logremos cierto desacople por factores locales (como se observó en el último mes), si el contexto externo realmente se enturbia -aunque sea por un momento- el rally presentado por las acciones del Merval no logran mostrar cierta inclinación a una toma de ganancias. Sólo podría, en el mejor de los casos, ser selectiva tal como se viene observando en las últimas ruedas.

Mientras que el segundo punto es que igualmente, por fuera de la relación con los vaivenes del mercado externo (en especial, cuando hablamos de acciones), creemos que a mediano plazo el escenario local para las acciones está despejado. Un balance de los últimos drivers muestra un saldo positivo. El canje permitió rearmar la agenda financiera y hoy el Programa Financiero 2011 se encuentra prácticamente cerrado, mientras que en lo netamente económico la recuperación se consolida y la situación fiscal es favorable con un fuerte crecimiento en los ingresos. Las mayores fragilidades, no obstante, vienen desde lo político (y los ruidos que podrían profundizarse a medida que se acorten los tiempos para las elecciones) y de las presiones inflacionarias. Aunque este último punto, suele históricamente y desde una visión de mercado, jugar a favor.

De lado de lo corporativo, puntualmente, hace tres meses atrás destacamos para monitorear tres temas: 1) en el sector bancario el tratamiento de la ley de entidades financieras; 2) el tema de Telecom; 3) la situación de las energéticas. En el primero el rally de los bonos, en suma a buenas expectativas sobre los balances entre otros temas, llevó a que la discusión sobre el proyecto hoy en el Congreso pase a un segundo plano. Incluso el punto más polémico, de nombrar a la actividad como un "servicio público", parece hoy tener baja probabilidad. El segundo tema, el de Telecom, estaría ya solucionado luego del acuerdo entre los italianos y el grupo de Wertheim. Mientras que con respecto al último no hay novedades, más allá de rumores no oficialmente confirmados de una leve actualización de las tarifas a aprobarse en los próximos meses. Algo último, sin embargo, varias veces ya especulado y nunca concretado.

En resumen, lo mismo que para Wall Street, podremos tener un octubre más complicado pero la visión a mediano no cambia. De hecho, insistimos que por valuación corporativa hay precios en acciones que pueden convalidar compras de oportunidad con una visión de mediano plazo interesante, aunque como ya dijimos en las próximas ruedas entendemos que la presión a bajas adicionales sigue estando presente. Estas bajas, sin ir más lejos, pueden servir para aprovechar posicionamientos estratégicos para esta visión.



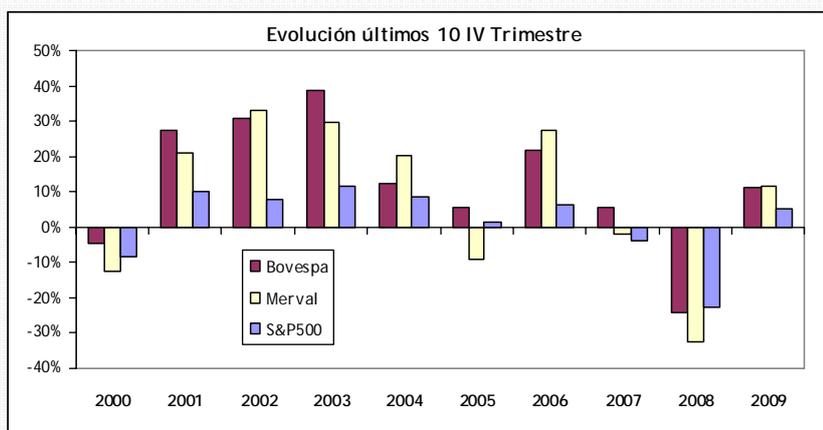
## ANEXO: CARTERAS DE MERVAL EN EL ULTIMO AÑO

ACC	IV Trim 09	I Trim 10	II Trim 10	III T10	IV T10	Var. Trim
1 TS	33,50	26,04	26,19	26,63	25,12	-1,51
2 GGAL	8,83	8,91	8,99	9,78	15,69	5,91
3 APBR	10,39	8,31	11,00	11,32	9,66	-1,66
4 TECO	5,31	4,45	4,96	6,98	8,63	1,65
5 ERAR	3,82	4,31	6,41	9,41	7,71	-1,70
7 PAMP	10,21	14,12	11,11	7,19	5,73	-1,46
8 FRAN	2,59	2,91	3,26	4,56	5,60	1,04
6 ALUA	3,16	4,42	4,13	4,59	4,58	-0,01
9 BMA	4,87	5,87	5,02	3,58	3,83	0,25
10 BPAT	2,79	4,74	4,92	4,99	3,69	-1,30
11 PESA	5,78	5,07	3,63	2,81	2,65	-0,16
12 EDN	4,13	5,65	4,21	2,56	2,52	-0,04
13 BHIP	1,80	1,62	1,57	1,63	2,45	0,82
14 TRAN	2,76	3,57	3,07	2,18	2,15	-0,03
15 MIRG	-	-	1,52	1,79	-	-

Fuente: PP en base a IAMC

## LOS NÚMEROS RECIENTES DEL MERCADO EN EL ULTIMO TRIMESTRE DEL AÑO

La historia alienta buenas perspectivas cuando miramos la evolución del Merval y de la Bolsa referente de la región, el Bovespa, en el último trimestre del año. De hecho, durante ese período y en los últimos 10 años, el índice líder subió durante 6 con un promedio de +24% y sólo cayó en 4 a una tasa menor (-13.8%). En el indicador de Brasil esta tendencia se observa aún más clara. Subió en 8 (+19.3%) y bajó en 2 (-14.2%). La misma visión para el S&P500 americano. Desde el 2000, y en lo que respecta a los meses de entre octubre-diciembre, el índice subió en 7 años (con un promedio de suba de 7.5%) y perdió en 3 (-11.5%). Si lo separamos por mes, los más débiles suelen ser octubre y noviembre, y el más positivo claramente diciembre donde siempre suena -mito o no- el famoso rally navideño de los mercados.



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.