

## MERCADOS: ¿DONDE ESTAMOS Y HACIA DONDE VAMOS?

**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)

**Humberto Solá**

Analista

[hsola@portfoliopersonal.com](mailto:hsola@portfoliopersonal.com)

*Los acontecimientos en Europa -comenzando por los problemas de Grecia y el derrame hacia el resto de las economías que ya se conoce- llevaron a que, el balance en los principales índices accionarios, sea en lo que va del año negativo. Europa acumula rojos promedio del 12%, los llamados BRIC del orden del 8%, seguido por las bolsas americanas con caídas de poco más del 1%. Si sólo miramos la plaza local, existe un mix que vale diferenciar, entre el MAR y el Merval. El primero sube 5%, el segundo cae poco menos del 2%. Claramente esto encuentra su explicación en el comportamiento negativo de papeles como TS y APBR en el año, ambas las de mayores ponderación en el índice líder y que además se acoplan -casi fielmente- al humor internacional.*

*Ahora bien, para poner en perspectiva el ajuste, es importante destacar que desde los máximos (52 semanas) la mayoría de los índices acumula caídas promedio de entre 7% 20% -Europa nuevamente es la más castigada-, aunque desde los mínimos presentados en igual período las ganancias acumuladas aún se mantienen fuertes de entre 18% y 67%.*

*De hecho, justamente es esto último lo que nos puede llevar a inclinarnos a pensar que estamos aún frente a una corrección bajista dentro de una tendencia de fondo alcista y no ya dentro de una tendencia a la baja. Pero ¿de qué dependerá la confirmación? De que finalmente no se termine observando una doble recesión, producto de una profundización en la crisis fiscal y financiera de Europa, que termine contagiando a USA y los emergentes. Por ahora, igualmente, la probabilidad de tal escenario no son elevadas y el mercado podría estar exagerando estos miedos. Incluso los negocios pueden no convalidar este cambio en la tendencia que algunos temen.*

*El tema, entonces, vuelve a ser es de la volatilidad. El alza en esta variable se ha observado en prácticamente cualquier índice que se analice, y se entiende que hasta que baje volviendo a niveles más razonables, el mercado continuará operando con más dudas que certezas en su tendencia de fondo.*

*Así la visión sobre la posición del mercado en el corto plazo se encuentra hoy complicada. Por valuación corporativa dijimos que hay precios en acciones que pueden convalidar compras de oportunidad con una visión de mediano plazo interesante. Aunque, sin embargo, esto no evita la posibilidad de nuevas caídas. Sin ir más lejos, los temas que hoy se desprenden como posible foco de tensión son varios -e incluso pueden considerarse demasiados para que la volatilidad caiga-. El primero tiene relación con la necesidad de que los indicadores macro americanos confirmen la recuperación económica a un ritmo moderado y sostenido. En particular, con una mejora gradual en el mercado de empleo. El segundo tema tiene que ver con la crisis europea y el temor a que esto termine desencadenando una doble recesión en el mundo. El tercero tiene su centro en China convertida hoy en un pilar claro del crecimiento mundial.*

*En resumen, el piso de la corrección puede no haberse observado aún. Los mercados siguen operando con una elevada volatilidad y para tratar de definirse, en principio, deberían bajarla. Por ende, somos cautelosos en nuestra recomendación de corto, aunque ratificamos que existen posiciones interesantes asumiendo cierto riesgo en posiciones a mediano/largo convalidada por fundamentals.*

## → INFORME DE MERCADOS /// JUNIO 15, 2010

### ANALISIS

El clima de crisis, con claro foco en Europa, volvió a instalarse en los mercados desde fines de abril. Todo llevó nuevamente a disparar la aversión al riesgo provocando por momentos profundas caídas en las acciones, e inversores buscando refugio en los bonos del tesoro americano y el oro. El mayor temor pasa, otra vez, por la probabilidad de finalmente estar frente a una “doble recesión”.

De hecho, la volatilidad -como simple medida de incertidumbre- fue una de las características principales del comportamiento del mercado en las últimas semanas.

La reacción más negativa, en el comportamiento de los principales mercados se observó en las primeras semanas de mayo. Mientras que recién hacia fines de ese mes, y en particular en el inicio de junio, se reflejó cierto clima de mayor tranquilidad en lo que respecta a la toma de decisiones financieras. La semana pasada, sin ir más lejos, fue la primera en culminar en alza luego de tres consecutivas de pérdidas.

	CAÍDAS EN LAS CAP. DE MERCADO		
	26/4/2010	11/6/2010	Var.
S&P500	11.269.718,0	10.125.840,0	-10,2%
Dow Jones	3.717.230,0	3.338.410,3	-10,2%
Nasdaq	4.132.704,0	3.674.172,5	-11,1%
DAX	672.048,1	629.573,3	-6,3%
CAC	1.045.593,1	928.371,6	-11,2%
IBEX	498.006,9	431.054,7	-13,4%
Bovespa	1.504.721,5	1.413.133,9	-6,1%
Merval	571.081,4	519.932,4	-9,0%
MAR	58.707,5	54.000,6	-8,0%

Fuente: PP en base a Bloomberg

(\*) En millones de moneda original

### CUADRO I: VARIACIONES DE LOS PRINCIPALES INDICES

Indice	Actual	Var. Mes %	YTD %	Var. 1 año %	Var. 2 años %	Vol. Prom 5/20	Vol. Prom 5/90
EE.UU.- S&P500	1098,1	-3,3	-1,5	16,1	-19,3	-7,9%	8,1%
EE.UU.- Dow Jones	10264,96	-3,3	-1,6	16,7	-16,6	-12,9%	0,0%
EE.UU.- Nasdaq	2264,45	-3,5	-0,2	21,8	-7,7	-12,0%	-8,4%
<b>Promedio</b>		<b>-3,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>18,2</b>	<b>-14,5</b>	<b>-10,9%</b>	<b>-0,1%</b>
Gran Bretaña	5184,01	-1,5	-4,2	16,7	-10,7	-15,6%	-9,0%
Francia	3614,65	1,5	-8,2	8,7	-22,8	-5,9%	5,4%
Alemania	6123,17	1,1	2,8	20,8	-9,5	-8,8%	-5,3%
Italia	20060,76	1,4	-13,7	-1,6	-35,2	-7,0%	32,2%
España	9536,8	2,4	-20,1	-1,8	-26,6	-2,1%	-1,8%
Grecia	1552,33	-6,4	-29,3	-35,4	-58,5	-8,7%	-19,9%
Portugal	2528,83	1,5	-12,9	1,0	-24,8	-2,6%	-6,3%
<b>Promedio</b>		<b>0,00</b>	<b>-12,23</b>	<b>1,19</b>	<b>-26,86</b>	<b>-7,2%</b>	<b>-0,7%</b>
Rusia	1336,09	-1,2	-2,5	17,4	-26,9	-11,0%	8,4%
India	17338,17	2,0	-0,7	13,8	14,1	23,3%	55,9%
China	2569,941	-4,7	-21,6	-6,3	-10,4	-5,4%	-18,3%
Brasil	64024,1	1,0	-6,7	19,5	-4,7	-26,5%	-12,7%
<b>Promedio</b>		<b>-0,7</b>	<b>-7,9</b>	<b>11,1</b>	<b>-7,0</b>	<b>-4,9%</b>	<b>8,3%</b>
Japón	9879,85	-5,6	-6,3	-2,5	-29,3	-7,1%	-1,5%
Argentina - MAR	1735,9	3,8	5,0	69,7	28,5	-24,7%	-35,7%
Argentina - MERVAL	2281,23	3,1	-1,7	37,9	10,4	-23,3%	-30,6%
<b>Promedio</b>		<b>3,5</b>	<b>1,7</b>	<b>53,8</b>	<b>19,5</b>	<b>-24,0%</b>	<b>-33,1%</b>

Los acontecimientos en Europa - comenzando por los problemas de Grecia y el derrame hacia el resto de las economías que ya se conocieron- llevaron incluso a que, el balance en lo que va del año, en los principales índices accionarios sea hoy negativo. Europa acumula rojos promedio del 12%, los llamados BRIC del orden del 8%, seguido por las bolsas americanas con caídas de poco más del 1%. Si sólo miramos la plaza local, existe un mix que vale diferenciar, entre el MAR y el Merval. El primero sube 5%, el segundo cae poco menos del 2%. Claramente esto encuentra su explicación en el comportamiento negativo de papeles como TS y APBR en el año, ambas las de mayores ponderación en el índice líder y que además se acoplan -casi fielmente- al humor internacional.

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.portfolioperpersonal.com.ar](http://www.portfolioperpersonal.com.ar)

➔ **INFORME DE MERCADOS** /// JUNIO 15, 2010

CUADRO II: MAXIMOS Y MINIMOS

Con respecto a los niveles de un año atrás, sin embargo, el comportamiento continúa teniendo una lectura aún favorable aunque no en forma generalizada como se observa en el cuadro superior.

Índice	Actual	Max 52			Min 52		
		Sem.	Fecha	Var. %	Sem.	Fecha	Var. %
EE.UU.- S&P500	1098,1	1219,8	26/04/2010	-10,0%	869,32	08/07/2009	26,3%
EE.UU.- Dow Jones	10264,96	11258,01	26/04/2010	-8,8%	8087,19	08/07/2009	26,9%
EE.UU.- Nasdaq	2264,45	2535,28	26/04/2010	-10,7%	1727,05	08/07/2009	31,1%
<b>Promedio</b>				<b>-9,8%</b>			<b>28,1%</b>

De hecho, las Bolsas de Europa son, en promedio, las que recortaron más las ganancias observadas en los últimos 12 meses. Claro está, son hoy el mayor foco de tensión. CUADRO I

Gran Bretaña	5184,01	5833,73	16/04/2010	-11,1%	4096,08	13/07/2009	26,6%
Francia	3614,65	4088,18	11/01/2010	-11,6%	2957,83	13/07/2009	22,2%
Alemania	6123,17	6341,52	26/04/2010	-3,4%	4524,01	13/07/2009	35,3%
Italia	20060,76	24558,461	16/10/2009	-18,3%	17626,08	13/07/2009	13,8%
España	9536,8	12240,5	05/01/2010	-22,1%	8563,6	08/06/2010	11,4%
Grecia	1552,33	2932,45	15/10/2009	-47,1%	1383,01	08/06/2010	12,2%
Portugal	2528,83	3020,92	08/01/2010	-16,3%	2327,3	07/05/2010	8,7%
<b>Promedio</b>				<b>-18,6%</b>			<b>18,6%</b>

No obstante, hay cuatro temas que son útiles tener presente...

1) ¿Cuestión de máximos y mínimos? Para poner en perspectiva el ajuste observado, tengamos en cuenta que la mayoría de los índices alcanzaron sus máximos (52 semanas) el pasado mes de abril. Desde ahí, las caídas promedio se ubican entre 7% y 19%.

Rusia	1336,09	1539,63	15/04/2010	-13,2%	852,41	13/07/2009	56,7%
India	17338,17	18047,859	07/04/2010	-3,9%	13219,99	13/07/2009	31,2%
China	2569,941	3478,01	04/08/2009	-26,1%	2481,974	21/05/2010	3,5%
Brasil	64024,1	71989,18	09/04/2010	-11,1%	48261,84	13/07/2009	32,7%
<b>Promedio</b>				<b>-13,6%</b>			<b>31,0%</b>
Japón	9879,85	11408,17	05/04/2010	-13,4%	9050,33	13/07/2009	9,2%
Argentina - MAR	1735,9	1836,57	23/04/2010	-5,5%	981,67	17/06/2009	76,8%
Argentina - MERVAL	2281,23	2505,37	12/04/2010	-8,9%	1446	08/07/2009	57,8%
<b>Promedio</b>				<b>-7,2%</b>			<b>67,3%</b>

Lógicamente, la baja desde esos máximos es más profunda en las plazas del viejo continente - Grecia, en especial, se encuentra 47% debajo de su máximo alcanzado en octubre del año pasado-

Fuente: PP en base a Bloomberg

Mientras que las Bolsas de los BRIC presentan hoy y desde esos niveles un ajuste del 13.5% en promedio. Un poco menos los índices americanos (-10% en promedio) con máximos marcados el 26-04 pasado. Mientras que, para los indicadores locales, los máximos también los encontramos en abril pero la corrección a la baja es más leve con un rojo promedio del 7%.

Desde los mínimos -también 52 semanas-, no obstante, las subas continúan siendo relevantes de entre 18% y hasta 67% en promedio. Estos coinciden en observarse en julio de 2009 en la mayoría de los índices, dado que en esos momentos se dio la primera pausa en la recuperación que se venía anotando desde marzo de ese año (el Dow Jones, por ejemplo, había recuperado 37% desde los mínimos de la crisis el 06-03) cuando por la crisis subprime el mercado tocó mínimos en varios años. CUADRO II.

De hecho, justamente es esto último lo que nos puede llevar a inclinarnos a pensar que estamos aún frente a una corrección bajista dentro de una tendencia de fondo alcista y no ya dentro de una tendencia a la baja. Pero ¿de qué dependerá la confirmación? De que finalmente no se termine observando una doble recesión, producto de una profundización en la crisis fiscal y financiera de Europa, que termine contagiando a USA y los emergentes. Por ahora, igualmente, la probabilidad de

→ **INFORME DE MERCADOS** /// JUNIO 15, 2010

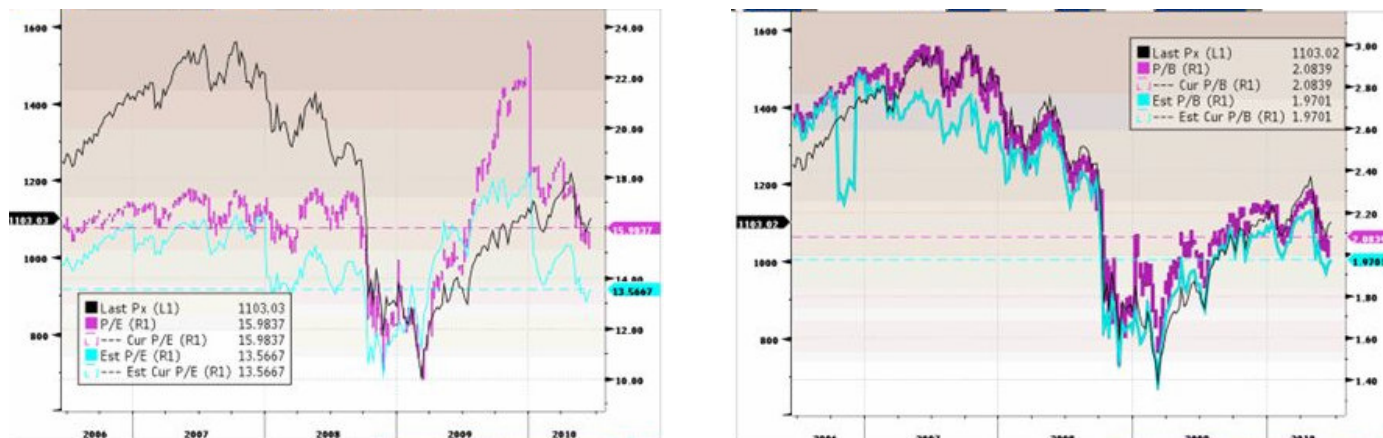
tal escenario no son elevadas y el mercado podría estar exagerando estos miedos.

**2) Bajos negocios.** Incluso los negocios pueden no convalidar este cambio en la tendencia que algunos temen. Sigue siendo una característica del escenario internacional la alta liquidez existente, pero el tema es cuánto de esta se vuelca realmente al mercado de acciones.

Una mirada sobre los negocios puede llevarnos a una aproximación, en ciertos momentos, de qué tan sostenida o no puede llegar a ser un rebote. O en contraposición, qué tan seria o no puede ser una liquidación de posición en etapas de fuerte incertidumbre. Y la realidad es que los mercados de renta variable en las últimas semanas se han estado moviendo con una caída en los negocios. En especial, si uno compara el promedio de las últimas 5 ruedas con relación al de 20 ruedas el volumen muestra caídas de entre 5% y 20%.

**3) Acciones: ¿baratas o caras?** La caída en los precios ha dejado una sensación -ratificada en algunos ratios- que el mercado puede estar barato en comparación a meses atrás o incluso con respecto a años pasados, aunque lógicamente siempre teniendo en mente la necesidad de cierta selectividad.

**EVOLUCION PRICE EARNING (P/E) Y PRICE TO BOOK (P/B)**



Por ejemplo, una mirada sobre los P/E y P/B actuales -y estimados- reflejan que la caída observada en los mercados ha dejado ratios interesantes. Para el S&P500 estamos en niveles de P/E debajo de 16 años, por debajo del promedio observado en 2007-2008. Mientras el estimado cae a niveles de 13.5 años ante una proyectada continuidad en la recuperación de las ganancias corporativas. Similar escenario cuando se observa P/B. Se está en un promedio de 2 veces cuando en 2007-2008 hablábamos de 2.5/3 veces.

Incluso una mirada del Deutsche Bank sobre los emergentes aplica en este sentido. En las últimas horas un informe del banco sostiene que las acciones emergentes operan cerca de 9.9 veces sus ganancias estimadas, comparadas con un promedio de cerca de 12.1 veces. Una última visión, además, que los lleva a proyectar ganancias de hasta 42% en estos mercados en los próximos 12 meses.

**4) Expectativa por próximos resultados.** Todo este escenario nos obliga, de hecho, a no olvidar que en el corto plazo estará llegando una nueva temporada de balances. Puntualmente, serán los

➔ **INFORME DE MERCADOS** /// JUNIO 15, 2010

resultados del segundo trimestre del año, con expectativas que han sido revisadas al alza en los últimos dos meses a pesar del comportamiento negativo de los mercados.

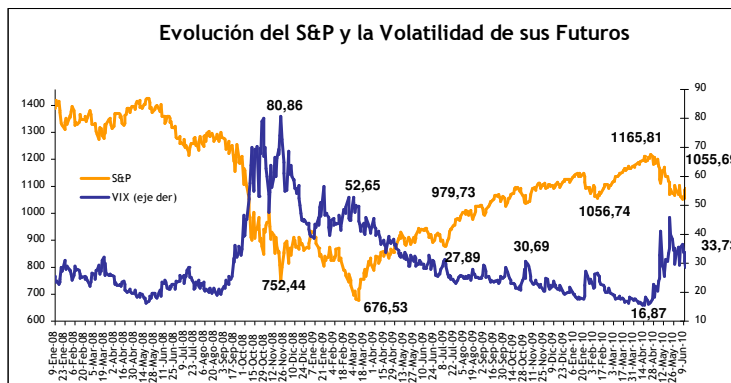
Como punto de referencia, las estimaciones del mercado para las ganancias de las compañías del S&P500, se han incrementado desde una tasa de crecimiento interanual del orden del 30% de mediados de abril a niveles de 34.2% actualmente. La misma tendencia incluso para las ganancias del tercer trimestre. Pasaron en el mismo período del 22.9% al 24.9%.

Es más, sobre estas expectativas favorables, muchos analistas externos están focalizando sus miradas en el muy corto plazo. Y hasta se esperan que resultados positivos permitan sopesar la presión que pueda llegar, por ejemplo, desde Europa.

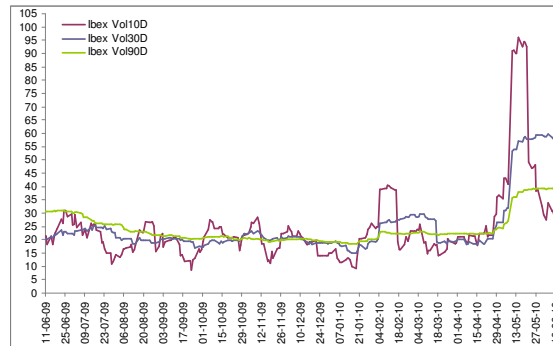
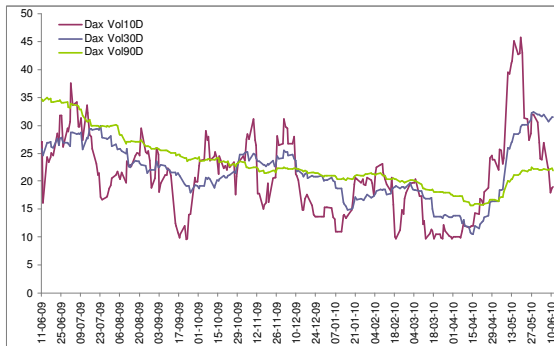
**VOLATILIDAD, un tema del pasado y del futuro**

No obstante, claramente, este escenario no evita - ni evitará- que la volatilidad continúe siendo un denominador común de las plazas en las últimas semanas. El alza en esta variable se ha observado en prácticamente cualquier índice que se analice, y se entiende que hasta que baje volviendo a niveles más razonables, el mercado continuará operando con más dudas que certezas en su tendencia de fondo.

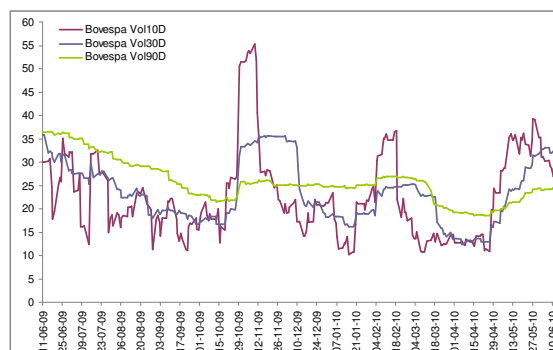
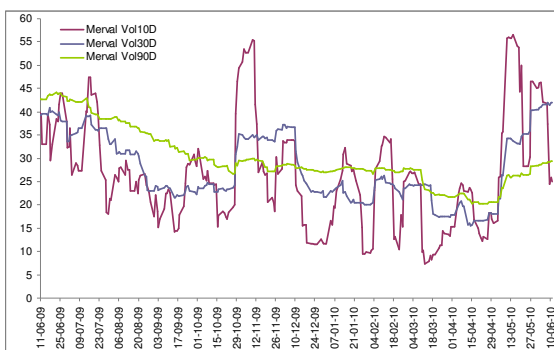
Sólo una caída en la volatilidad hoy observada, de hecho, podría permitir observar un marco que defina si estamos frente al fin de una recuperación alcista iniciada en marzo de 2009 o si por el contrario solo se trata de una corrección bajista dentro de una tendencia alcista de largo plazo.



**SALTO EN LA VOLATILIDAD TAMBIÉN EN EL DAX, IBEX, BOVESPA Y MERVAL**



➔ **INFORME DE MERCADOS** /// JUNIO 15, 2010



Así la visión sobre la posición del mercado en el corto plazo se encuentra hoy complicada. Por valuación corporativa dijimos que hay precios en acciones que pueden convalidar compras de oportunidad con una visión de mediano plazo interesante. Aunque, sin embargo, esto no evita la posibilidad de nuevas caídas. En realidad, no evita, quedar al margen de la alta volatilidad que existe.

Sin ir más lejos, los temas que hoy se desprenden como posible foco de tensión son varios -e incluso pueden considerarse demasiados para que la volatilidad caiga-. El primero tiene relación con la necesidad de que los indicadores macro americanos confirmen la recuperación económica a un ritmo moderado y sostenido. En particular, con una mejora gradual en el mercado de empleo. El segundo tema tiene que ver con la crisis europea y el temor a que esto termine desencadenando una doble recesión en el mundo. El tercero tiene su centro en China convertida hoy en un pilar claro del crecimiento mundial.

En resumen, el piso de la corrección puede no haberse observado aún. Los mercados siguen operando con una elevada volatilidad y para tratar de definirse, en principio, deberían bajarla. Por ende, somos cautelosos en nuestra recomendación de corto, aunque ratificamos que existen posiciones interesantes asumiendo cierto riesgo en posiciones a mediano/largo convalidada por fundamentals.

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.