



knowsquare .

PREPARADO POR: CONSEJO EDITORIAL KNOW
SQUARE

21 DE SEPTIEMBRE DE 2009

BOLSA Y MERCADOS

SEPTIEMBRE 2009

ANÁLISIS KNOW SQUARE

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

knowsquare

Un conocido estratega de una importante entidad financiera europea repasaba en una charla informal el comportamiento de los mercados en los últimos meses, recordando el respiro que dio marzo después de seis meses continuados de caídas. La cara de perplejidad que se nos quedó a todos con las subidas verticales en abril y mayo, hasta llegar a agosto donde nos dimos cuenta, casi sin querer, que las bolsas habían recuperado un 50% desde los mínimos marcados el 9 de marzo. Septiembre, históricamente malo para las bolsas, nos está sorprendiendo con nuevos máximos casi diarios; sinceramente, ya he perdido la cuenta de las veces con las que las "morning meeting" han empezado con esta frase.

Desde su peor cierre de marzo, el S&P500 ya sube un 59%, pero para llegar al nivel del 12 de septiembre de 2008 (el viernes, víspera del "Chapter 11" de Lehman, si es que ésta es la referencia a alcanzar antes de parar), quedaría otro 17% de potencial subida. El DJI, por su parte, está tan sólo a 200 puntos de los niveles de hace un año, la cota de los 10.000, y muy probablemente lo veamos a ese nivel en los próximos días. Ver por dónde vienen los tiros en el corto plazo está resultando misión imposible, y los que haciendo caso a muchos estrategas, mostrando una prudencia *a priori* lógica después de una subida como la que llevamos, esperan a que caiga para comprar, se desesperan (nos desesperamos) mirando las pantallas.

Haciendo uso del sentido común, si era irracional pensar que las bolsas se iban a ir a cero en primavera, es poco sensato creer que vamos a ver, por ejemplo, el DJI en 14.000 antes de fin de año como algunos vaticinan. Para muestra un detalle, el porcentaje de acciones del S&P500 (gráfico adjunto) que cotizan hoy por encima de su media en las últimas 200 sesiones, es del 93%, su nivel más alto desde febrero de 2004, y algo que solo había ocurrido en 1975, 1982 y 1983, no se vio ni en los mejores días de las fuertes subidas de la burbuja tecnológica (¿alguien se ha fijado que GE ha subido un 28% en las últimas dos semanas y ya capitaliza \$180Bn?); otro, el índice VIX se resiste a marcar nuevos mínimos, lo que indica que se están buscando coberturas.



(Graph: S&P 500, rango 1980-2009)

¿Y ahora qué? Adivinar el muy corto plazo, muy difícil; el medio y largo plazo, complicado. Pero vamos a hacer un esfuerzo, si algo caracteriza a Know Square es que se moja. Desde un punto de vista técnico, las bolsas mantienen la tendencia alcista, al menos hasta alcanzar niveles previos a Lehman, es decir, aún queda recorrido de al menos un 15-20% de subida (1120 S&P), lo que dejaría la caída desde máximos históricos en aproximadamente un -30%. Desde ahí, es previsible una corrección, importante al menos en el mercado de acciones, euro y *commodities*, sana para encarar un diciembre positivo que cierre el año por encima o similar a los niveles actuales.

De cara al 2010, mercados positivos, con elevada volatilidad ya que será entonces cuando se descubra el verdadero valor de muchos activos. Hoy por hoy, acertar siquiera con el valor aproximado de algo es utópico; las medidas excepcionales tomadas por los gobiernos en materia monetaria y fiscal impiden que los mercados sean soberanos a la hora de valorar por sí solos, es más, sin valor no es posible obtener precio lo que provoca (y ha provocado en gran medida la subida de estos últimos meses) que los agentes busquen una mera ganancia especulativa, sin argumentos firmes para invertir en algún sector o activo en particular (es difícil encontrar incrementos Capex en alguna empresa o sector que justifique una subida tan vertical). En el momento en el que los mercados recuperen su función básica creo que atenderemos a ajustes severos en las valoraciones (tanto al alza como a la baja), lo que provocará fuerte volatilidad, donde habrá que buscar valor en las inversiones productivas. En otro lado de la balanza, y para que nadie se asuste, el incremento en las volatilidades de los mercados se verá en cierto modo mitigado si se concretan las nuevas medidas anunciadas en materia regulatoria de cara a evitar excesos cometidos en el pasado.

Habrà que estar atentos a la corrección y consolidación que anunciamos en el corto plazo, creemos que será el momento oportuno para entrar o incrementar posiciones en *equity* de cara al 2010. Mejor acciones que bonos corporativos, los *spreads* de crédito implican hoy un riesgo de impago por debajo de los picos de las dos últimas recesiones y la actividad de M&A parece que empieza a resucitar, lo que es bueno para las acciones frente a la renta fija corporativa.

Dentro de la renta variable, nos olvidamos del sector del automóvil y seguros, muy correlacionados con el crédito. Tendremos cuidado con aquellas compañías con bajo "Free Cash Flow", elevado apalancamiento y baja previsión de ingresos. Bancos, muy selectivos, sólo aquellos con *ratio* préstamos/depósitos reducido. No nos parece interesante entrar en bancos españoles con negocio básicamente doméstico, y menos tras conocer los índices de morosidad de los créditos, que aunque se tomen un ligero respiro siguen siendo alarmantes; más si tenemos en cuenta que parte de este respiro está relacionado con actividades de refinanciación. De acuerdo con los datos que se manejan, las entidades financieras destinan una cifra cercana al 47% del beneficio operativo a provisiones por morosidad y coberturas, y este porcentaje será más elevado como consecuencia de la reducción de márgenes de beneficio. De aquí a un año, antes que Popular, Sabadell o Bankinter, entraríamos en Santander o BBVA (nos gusta más el primero).

Un ojo también puesto en aquellas compañías con ingresos en dólares, es previsible ver el cambio euro dólar en 1.52, previo a la corrección del euro que le llevará a testar niveles de 1,4.

Y de regalo, un link curioso sobre la evolución del *marketcap* de bancos desde 2007.

<http://www.nytimes.com/interactive/2009/09/12/business/financial-markets-graphic.html>