



**ANÁLISIS MERCADOS FINANCIEROS A 25 marzo 2008**



**SE APROXIMA EL MOMENTO CLAVE, NINGÚN ESCENARIO SE PUEDE DESCARTAR**

	CIERRE 1999	mar-00	CIERRE 2000	% EN 2001	% EN 2002	% desde mar 00	% EN 2003	% EN 2004	% EN 2005	% EN 2006	CIERRE 2007	% EN 2007	CIERRE 2008	% EN 2008
IBEX	11641	<b>12.969</b>	9.110	<b>-7,82</b>	<b>-28,11</b>	<b>-53,45</b>	28,06	17,45	18,22%	31,79%	15.182	7,32%	<b>12964</b>	<b>-14,61%</b>
S&P 500	1469	<b>1.552</b>	1.320	<b>-13,03</b>	<b>-23,34</b>	<b>-43,30</b>	26,36	9,17	2,72%	13,71%	1.470	3,67%	<b>1350</b>	<b>-8,16%</b>
DOW	11497	<b>11.200</b>	10.787	<b>-7,09</b>	<b>-16,76</b>	<b>-25,52</b>	25,32	3,31	<b>-0,76%</b>	16,28%	13.265	6,44%	<b>12549</b>	<b>-5,40%</b>
NASDAQ COMP.	4069	<b>5.132</b>	2.471	<b>-21,08</b>	<b>-31,49</b>	<b>-73,97</b>	49,93	8,74	1,03%	9,75%	2.652	9,81%	<b>2327</b>	<b>-12,25%</b>
EUROSTOXX 50	4904	<b>5.516</b>	4.772	<b>-20,24</b>	<b>-37,31</b>	<b>-56,74</b>	15,72	6,88	21,28%	15,12%	4.400	6,80%	<b>3506</b>	<b>-20,32%</b>
XETRA	6958	<b>8.136</b>	6.434	<b>-19,80</b>	<b>-43,93</b>	<b>-64,44</b>	37,05	7,34	27,07%	21,97%	8.100	22,80%	<b>6320</b>	<b>-21,98%</b>
FTSE	6930	<b>6.912</b>	6.223	<b>-16,17</b>	<b>-24,48</b>	<b>-43,00</b>	13,63	7,66	16,58%	10,71%	6.457	3,79%	<b>5495</b>	<b>-14,90%</b>
NIKKEI 225	18934	<b>20.809</b>	13.786	<b>-23,52</b>	<b>-17,15</b>	<b>-58,02</b>	22,23	7,60	40,25%	6,92%	15.308	<b>-11,13%</b>	<b>12964</b>	<b>-15,31%</b>
TELEFONICA	22,89	<b>30,57</b>	16,24	<b>-11,15</b>	<b>-40,89</b>	<b>-72,10</b>	36,46	19,07	<b>-8,30%</b>	26,83%	22,22	37,84%	<b>17,89</b>	<b>-19,49%</b>
BBVA	13,30	<b>15,04</b>	15,21	<b>-10,12</b>	<b>-33,28</b>	<b>-39,36</b>	20,07	19,18	15,56%	21,42%	16,76	<b>-8,47%</b>	<b>13,5</b>	<b>-19,45%</b>
DÓLAR / EURO			0,942	5,565	<b>-17,971</b>		<b>-20,076</b>	<b>-8,312</b>	13,19%	<b>-11,29%</b>	1,4700	11,53%	<b>1,5439</b>	<b>5,03%</b>
YEN / EURO			107,840	<b>-8,763</b>	<b>-6,318</b>		<b>-8,260</b>	<b>-4,096</b>	0,63%	<b>-12,52%</b>	162,9300	3,69%	<b>155,4</b>	<b>-4,62%</b>
EURO/LIBRA					<b>-6,798</b>		<b>-7,907</b>	<b>-0,297</b>	3,06%	1,99%	0,7170	6,44%	<b>0,7767</b>	<b>8,33%</b>

El inicio de este opúsculo continuará el ejercicio probabilístico que planteé en el anterior artículo (fechado el 4 de marzo). Dejé pendiente un par de cuestiones a las que adicione un gazapo intencionado con el objetivo de palpar el nivel matemático de la audiencia. Recibí 11 correos contestando a las dos cuestiones, en 7 de los cuales me alertaban del error en el cálculo acerca del número de combinaciones posibles en las que 4 de los 5 valores elegidos fueran alcistas (las premisas para este cálculo partían de un universo de 100 activos de los cuales solo el 5% serían alcistas). En el texto de 4 de marzo inserté 96 como el número de combinaciones posibles cuando este número en realidad es 5. Calculemoslo. Al girarse los MACD mensuales a la baja, asumo que el 95% de los valores es bajista y que solo el 5% serán alcistas. Si extraigo 5 activos sobre 100 posibles, de los cuales 4 serán alcistas, solo dispongo de 5 maneras distintas de colocar dichos 5 valores alcistas.

Sean A,B,C,D,E los 5 valores alcistas (realmente solo lo sabremos a posteriori, aunque para este enfoque estadístico necesito referenciarlos como ya conocidos), las combinaciones posibles de 4 elementos son las siguientes ABCD, ABCE, ABDE, ACDE, BCDE. Por lo tanto 5 formas distintas.

Aún así, este proemio es simplemente la introducción que allanará el terreno al argumento central cuya pretensión es alertar sobre el sesgo peligroso que adquiere el binomio rentabilidad-riesgo cuando los osciladores seguidores de tendencia se giran a la baja.

Para el enfoque estadístico que pretendo resaltar necesito adentrarme algo más en el terreno de las distribuciones de probabilidad con variables aleatorias discretas (toman solo un número finito o contable de valores), más concretamente en la DISTRIBUCIÓN BINOMIAL de probabilidad. Existen muchas situaciones en las que se presenta una experiencia binomial, caracterizándose por:

Estar formada por un número predeterminado n de experimentos iguales, el resultado de cada experimento ha de admitir solo dos categorías (a las que denominaremos éxito y fracaso, o en este ejemplo, alcista y bajista), y las probabilidades θ de ambas posibilidades ha de ser constante en todos los experimentos

$$B(x, n, \theta) = \frac{n!}{x!(n-x)!} \theta^x (1-\theta)^{n-x}$$

X designa la variable que mide el número de éxitos, en este ejemplo será el número de valores alcistas. El que no tenga ganas de adentrarse en farragosos cálculos que salte hasta el párrafo posterior al primer gráfico.

¿Cuál es la probabilidad de que en nuestra cartera de 5 valores entre uno de los alcistas?,  $x=1$ ;  $n=100$ ;  $\theta=0,05$ .

$P(x)= 0,03116$  aunque como hay 5 valores alcistas,  $0,03116*5$  nos lleva a una probabilidad del 15,58% de obtener una cartera de 5 valores con uno de ellos alcista. Como ya hemos extraído un valor, quedarán 99 en nuestro universo de activos. Calculemos ahora la probabilidad de sacar un nuevo valor alcista.  $X=1$ ;  $n=99$ ;  $\theta=0,05$ .

$P(x)= 0,03247$ . Al ser acontecimientos independientes, la probabilidad de que en la misma cartera entren dos activos alcistas será  $0,03116*0,03247$  (regla del producto), esto es 0,001012 y como hay 10 formas distintas de combinar 2 activos entre los 5 activos alcistas,  $10*0,001012$  o lo que es lo mismo, una probabilidad del 1,012% de montar una cartera de 5 activos en el que dos sean alcistas.

Siguiendo el mismo razonamiento, la probabilidad de que en la cartera elegida entren 3 activos alcistas es del 0,06848%. Que entren 4 activos alcistas es del 0,0006035%, mientras que la probabilidad de que entren los 5 activos alcistas es del 0,00000443%. Si todo esto se lo restamos a 1 obtendremos la probabilidad de montar carteras en las que no entre ningún activo alcista y esto es el 83,34%.



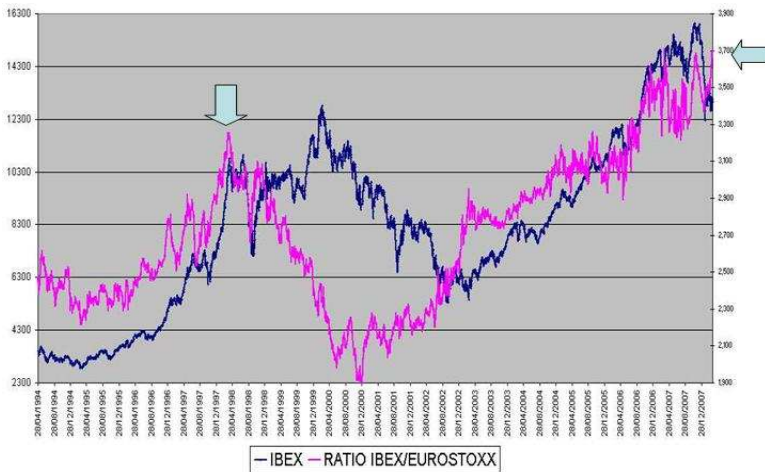
Esta retahíla probabilística no tiene sentido para el trader que busca soportes relevantes en los que tomar posiciones de cara a rebotes probables, más bien, su vocación recae en alertar al neófito, por defecto siempre alcista, por defecto ajeno a la variable riesgo, por defecto obligado a implementar estrategias direccionales.

Como les propuse en el anterior correo, ¿Qué ocurriría si los mercados fueran alcistas?, ¿Cuál sería la probabilidad de montar carteras de 5 valores con al menos 4 valores alcistas?. Para responder aprovecharé la matriz de datos que he creado para los mercados bajistas. Que al menos 4 valores sean alcistas implica que solo haya uno o ningún bajista y como eso ya está calculado, tendremos que sumar 83,34%+15,58% o lo que es lo mismo, con una probabilidad del 98,92% montaremos carteras en las que al menos 4 de los 5 valores sean alcistas.

Ya ven, cuando las bolsas tienden al alza (osciladores seguidores de tendencia alcistas) casi cualquier cartera que se diseñe funcionará bien. La cuestión relevante emerge cuando las bolsas tienden a la baja (osciladores seguidores de tendencia bajistas). Una de las alternativas viables se ciñe en reducir las apuestas direccionales e incrementar las neutras a mercado. Aprovecho para resaltar que mi estrategia long short lleva en lo que va de año un 3,87% y si asumiéramos un apalancamiento del 50%, la rentabilidad sería del 11,66%.

**CORTO PLAZO:**

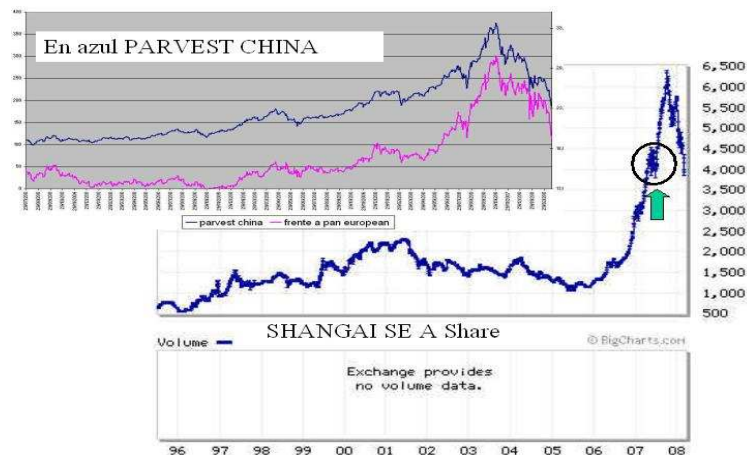
Si soy honesto con el discurso emitido, esta sección que comienza debería estar destinada a glosar los beneficios de las estrategias neutras a mercado frente a las direccionales, máxime con la coyuntura bursátil que estamos viviendo. Aún así, tengo que ser realista y como la inmensa mayoría de inversores sigue abocada a estrategias direccionales (alcistas), continuaré el planteamiento con opciones que adelanté en el artículo de 4 de marzo.



Aunque la mayoría de índices bursátiles (nuestro Ibex ha sido una excepción) han perdido temporalmente los mínimos de 21-22 de enero, asumo que continuamos en el movimiento lateral que se inició en dicha fecha. Mi interpretación de lo ocurrido sería que hemos asistido a una onda B a la baja, que por debilidad de mercado ha provocado que estos coticen por debajo de los mínimos anteriores (21-22 de enero), aunque para dar por concluida esta pauta lateral falta un último segmento alcista que visite la parte alta de dicho rango lateral, esto es, 1.400 para el S&P (como pueden ver en el primer gráfico), y 3.900 para el Eurostoxx, aunque este último por mostrarse más débil parece tener más difícil alcanzar dicho objetivo. Como pueden ver continúo con la apuesta que vengo defendiendo desde que se inició el rebote tras los descensos de mediados de enero, nos encontramos en un

movimiento lateral, tras cuya conclusión deberíamos romper a la baja dicha zona de consolidación.

Además, esta apuesta busca un mínimo relevante entre abril y junio, para desde ahí encarrilar un 2º semestre del año benigno para los alcistas. Insisto en que es una apuesta entre las infinitas posibles y por ello con altas posibilidades de error. Por esta razón, y por no cerrar ninguna puerta, ni descartar ningún escenario, entre los que se podría barajar alguno que sitúa los mínimos que hemos visto como un suelo relevante de cara al medio plazo, me dedicaré en las próximas líneas a trasladarles la operativa que estoy llevando a cabo con mis clientes. El exacerbado sentimiento negativo, la profunda corrección en numerosos sectores (brokers dealers, bancos, inmobiliarias, retail...), los elevadísimos niveles de liquidez en monetarios (en USA se vigila el ratio entre el dinero en activos monetarios frente a la capitalización del S&P 500, encontrándose en máximos históricos), llevan a algunos analistas a apostar por que los mínimos de esta corrección ya se han visto. Por no descartar esta posibilidad es por la que planteo a mis clientes la utilidad de implementar una cobertura con opciones, para que una vez situados en la zona 3.900 de Eurostoxx mantuviéramos la posición en renta variable, a la que acompañaríamos con una cobertura con opciones, por si mi apuesta de un mínimo relevante durante abril-junio terminará siendo correcta. Como el coste de las opciones put es elevadísimo, hemos comprado opciones call de Eurostoxx out of the money (el coste por opción call ha rondado los 300 euros), cuando este se encontraba en torno a 3.530. La idea es liquidarlas cuando veamos los 3.900 de Eurostoxx y con el beneficio obtenido montar la cobertura. Por el momento están compradas las opciones call.



Para finalizar dos reflexiones. La primera sobre el Ibex. Les adjunto un gráfico en el que acompaño a nuestro selectivo con un ratio que compara su evolución frente a Eurostoxx. Con una flecha descendente señalo abril de 1998, momento a partir del cual nuestro Ibex comienza a comportarse peor que el Eurostoxx. Enero de 2001 marca el inicio de un periodo de mejor comportamiento de nuestro selectivo, situación que dura hasta nuestros días. Con una flecha horizontal resalto el momento actual, a punto de cotizar en nuevos máximos. ¿Será de nuevo momento de apostar por Small Caps?

El último gráfico se ciñe al mercado Chino. Por análisis técnico tiene buen aspecto, he resaltado con un círculo la significativa zona en la que se ha apoyado y ello podría significar que la consolidación podría estar finalizando. Pueden apreciar también que la pauta desplegada por Parvest China presenta un 5 a la baja, ¿pauta concluida?, Un saludo.

Los comentarios vertidos en este informe, son una visión personal e independiente sobre los mercados financieros.

En ningún caso, son una invitación a comprar o vender activos financieros. Para cualquier consulta, póngase en contacto conmigo

JOSE ANGEL MENA GARCÍA  
CONSEJERO FINANCIERO