

INFORME INTERINO DE PORTAFOLIO

Mayo 2008

Yo he retrasado la creación de Informes Interinos de Portafolio en aquellos casos en los que predominantemente estaría reafirmando predicciones ya hechas en ediciones recientes. Sin embargo, muy recientemente han ocurrido una serie de eventos importantes que creo son significativos. La semana pasada el Banco Suizo UBS vendió un paquete mezclado de su cartera de "Deuda de Préstamos en EE.UU." con un valor de alrededor de US\$ 23 millardos por un precio de US\$ 15 millardos... circa 15% de descuento. Esto tiene un impacto. Por algún tiempo los poderes Políticos y Bancarios internacionales han estado animando a los Directores de sus bancos locales más grandes a abrir sus libros y mostrar cierta transparencia respecto al alcance de los pasivos del Banco relacionados con las sub prime y la debacle financiera asociada.

Es solo cuando alguien está dispuesto a comprar un activo que se puede establecer apropiadamente el precio general de dicho valor. Estoy previendo que otros bancos se verán forzados gradualmente a intentar ventas similares y, aunque no tenemos manera de evaluar con precisión si la venta consistió principalmente de préstamos con calificación de inversión tipo Prime ni lo que en realidad UBS podría mantener aún en papeles "Sub prime" menos atractivos, creo que todo esto anunciará el inicio de un proceso que eventualmente proveerá la necesaria transparencia con la que los mercados deben contar para poder funcionar de manera efectiva. Creo además que esto provocará otra ronda de trauma e incertidumbre en los mercados. Las acciones Financieras recibieron un nuevo golpe el Miércoles después que la Moody's Investors Service ("Servicio para Inversionistas Moody") dijo estar "conduciendo una revisión concienzuda" respecto a la posibilidad de que errores en las computadoras causaran la asignación de índices de alta calidad a ciertos valores de deuda que luego vieron su precio hundirse. Esto sólo puede conducir a problemas adicionales en una industria que no los necesita, y quizás el tiempo probará que el negocio de UBS fue el que me mejor se realizó.

Esto añadirá a la vulnerabilidad existente causada por la reciente subida de los precios del petróleo, la gasolina y las materias primas, y se extenderá hacia el tercer trimestre de 2008. Hemos escrito por años referente a la demanda de petróleo impulsada por el aspecto demográfico; sin embargo, yo aún así diría que los precios de US\$ 130+ que vemos hoy día no son ni realistas ni sostenibles. Se que esta es una visión contraria a la creencia popular; no obstante, una de las bases fundamentales de la economía de la oferta y la demanda es que cuando los precios suben a un nivel que altera el estilo de vida de los consumidores, entonces, una vez se siente el impacto total, la caída en la demanda es considerable. La OPEP en particular siempre ha estado preocupada por evitar estos ciclos de escaladas y estrelladas, y aunque una parte considerable del problema está en el cuello de botella del proceso de refinación, este no ha impedido nunca antes que ellos aseguren que el suministro y la demanda estén en general tan balanceados que un incremento en la demanda



asegure que precios más altos prevalezcan sin que ello asesine al mercado.

Esto usualmente presupone colocar más petróleo en el mercado; sin embargo, existe una percepción de que los especuladores (tal como lo evidencian 21 barcos tanqueros de 1 millón de toneladas anclados en las aguas de Irán, totalmente repletos y sin destino alguno) son parte de un programa concentrado en manipular el mercado. Esto ha ocurrido en el pasado y en general ha terminado en lágrimas. Los contratos a futuro están siendo comprados por los especuladores como negocio, y no para su entrega y, como tal, preveo que los gobiernos y autoridades se verán bajo mayor presión para aliviar sus altos niveles de impuestos para la gasolina, o tendrán que establecer controles supervisorios y restricciones para limitar las posibilidades de negocios especulativos tanto con el petróleo como con los alimentos básicos.

Yo todavía creo que el petróleo tenderá a encontrar un valor de US\$ 85 antes de regresar a los US\$ 100+; no obstante, las condiciones geopolíticas actuales podrían continuar apuntalando valores aumentados de manera especulativa por un buen tiempo en el futuro. Sin embargo, el impacto que el petróleo tiene sobre todas las otras materias primas y servicios es tal que los Bancos Centrales se vuelven más propensos a comenzar medidas para aplicar frenos sobre lo que inevitablemente serán riesgos de inflación más alta en general. A medida que la inflación se filtra en la mezcla económica general, los Bancos Centrales deberán aumentar sus tasas de interés, lo cual fortalecería sus monedas, lo que a su vez, bajo escenarios normales, también ayudaría a reducir los precios. Con todo, permítanme reiterar que son los especuladores los que están firmemente sentados en la silla del conductor y, como tales, pueden manipular los mercados en el futuro previsible.

Lo anterior, combinado con predicciones de desaceleración económica global provocará, creo, que los mercados regresen a los niveles de volatilidad experimentados en el primer trimestre, aunque estoy confiado que las cifras de crecimiento que se esperan para las semanas venideras mostrarán un incremento ligero en lugar de una caída en territorio negativo. Esto no podría permitir, una vez más, mejorar el costo promedio de las unidades que conforman nuestros portafolios, amén de proveer oportunidades de inversión de nivel secundario (yo ofreceré en

los Informes de los meses próximos una lista de posibles oportunidades).

Nuestro punto de vista siempre ha sido seleccionar/recomendar aquellas inversiones que estén valoradas muy por debajo de su “Valor de Precio Justo” actual. Cuando existan oportunidades con sentido común para el mediano y largo plazo, las seleccionaremos y, siempre que sea posible (dependiendo en el tamaño del Portafolio), intentaremos comprar nuestra posición de largo plazo en dos o tres oportunidades de “multi-bajos”. Esto nos permite conseguir nuestras tenencias a precios promedios menores.

Vimos algunas carreras positivas cortas en Abril a lo largo de una amplia gama de nuestras inversiones escogidas, lo cual proporciona, según creo, un ejemplo perfecto de los que trae el futuro una vez que la fase de volatilidad haya pasado. El rally de Abril estuvo basado sobre el oneroso punto de vista de que las cosas iban a mejorar y que los EE.UU. no habían caído en una recesión técnica. Por ende, el rally. Siempre hemos sostenido el punto de vista de que no sería sino hasta la segunda mitad del año que comenzaríamos a ver cuáles áreas se mantendrán creciendo razonablemente y cuáles estarán por experimentar condiciones de contracción.

Yo no mantengo una visión muy pesimista ni muy optimista de las condiciones fundamentales actuales de los mercados. Lo que sí espero es que, una vez más, la volatilidad prevalecerá, sin embargo, en la medida en que el sentir de los inversionistas oscile según las noticias del día. Los negociantes de corto plazo, alimentados por los especuladores del sector, son los dueños del fuerte en el momento actual y muchos eventos complementarios, tales como la carrera presidencial de los Demócratas en los EE.UU., los cuales usualmente comenzarían a impactar ciertos sectores de inversión siendo que creo que el ganador de la misma se convertiría probablemente en el próximo Presidente, comenzarían a influenciar el sentir. Quizás sea la percepción de que, una vez se termine la presidencia de Bush, no importa cuántos impuestos y costos puedan ser aplicados por el nuevo titular, se esperaría una mejora en general de las condiciones. De cualquier manera, el resultado tiene en este momento menos importancia que otros eventos más actuales.

Los altos precios del petróleo y las visiones severas expresadas en las minutas de la FED norteamericana han trasquilado en unos pocos días de la semana pasada más de cinco por ciento de los mercados principales de EE.UU. e internacionales. Además, aunque el nerviosismo respecto a la crisis del crédito impulsado por las viviendas se ha calmado desde Marzo, todavía está lejos de desaparecer. Las subidas de precios están comenzando a impactar a los consumidores globalmente, tal como se evidencia en los reportes de Mastercard y Visa de que sus clientes están recortando el consumo. Se esperaba que tan sólo unos US\$ 20 millardos de los cheques del “Paquete de Estímulo” del gobierno norteamericano fuesen gastados en la economía en general, pero aún esa cifra podría resultar optimista en la medida en que los consumidores utilizan sus “ingresos inesperados” para pagar deuda y comprar lo básico. En mi experiencia, estos escenarios de “burbujas” pierden impulso en general. Los mercados hoy día no pueden estar pagando el precio de un escenario demográfico que se esperaba que ocurriese dentro de ocho a diez años. Esto resulta particularmente cierto para el petróleo y las materias primas básicas. Los fundamentos de largo plazo no han cambiado desde el año pasado, o de hecho, por muchos años, y no se ha presentado ninguna información nueva referente al suministro recientemente cuando el petróleo estaba en US\$ 50, \$60 y \$70. El mundo ha sabido de disminuciones en los niveles de inventarios y de matrices de demanda crecientes por décadas.

Por otro lado, los alimentos han experimentado interrupciones recientes debido a sequías y problemas de suministro. El mundo cuenta con la tecnología, la tierra disponible y la experticia como para que se puedan cubrir las exigencias sobre el suministro, aunque temo que la inflación de precios en los alimentos aumentará en general. Por ende, estoy esperando que los próximos dos o tres meses ofrecerán algunos cambios rápidos en los sectores y las regiones, especialmente en la medida en que los gobiernos llegarán a estar bajo mayor presión de sus ciudadanos para hallar soluciones de largo plazo globales a estos problemas. Dicho de manera sencilla, todos los gobiernos, a lo largo de años de Políticas Agropecuarias Comunes y de subsidios agrícolas resquebrajados e impracticables, fallas en las regulaciones sobre supervisión de responsabilidades financieras, etc., se han colocado en una posición en la cual sus ciudadanos los presionarán más y más para que consigan soluciones trabajables. Personalmente tengo muy poca confianza en que los gobiernos combinarán y aplicarán las soluciones lógicas para corregir las deficiencias obvias en el futuro cercano. Sin embargo, creo que se establecerá una presión suficiente como para que pese sobre la especulación fundamental. Sea como sea, las pérdidas de la semana pasada han sido revertidas de cierta manera.

Finalmente, en Enero fue muy difícil evaluar con precisión los riesgos de “inconvenientes” reales de los mercados en los variados escenarios que se enfrentaban. En la medida en que pase el tiempo y tengamos más información a la mano y comencemos a comprender el alcance de las dificultades; no obstante, existe un nerviosismo palpable que está más propenso a provocar reacciones negativas antes que se pueda esperar el regreso a una relativa normalidad. Como siempre, estaremos monitoreando los mercados y sacaremos provecho según se desarrollen las circunstancias.

Atentamente,

Alan Lamb