

INFORME INTERINO DE PORTAFOLIO

Agosto 2008

Julio y Agosto (temporada de Verano) en Gran Bretaña y Europa son considerados como un “período flojo”, siendo que los gobiernos y negocios tienden a tomarse vacaciones y, como tal, la ocurrencia de nuevos eventos disminuye. Los periódicos y noticieros de TV, en búsqueda de cualquier novedad para colocar en primera página o titular, a menudo imprimen o presentan comentarios extremadamente bizarros. Esto no deja de ser verdad en lo que se refiere a los mercados financieros y sus eruditos. Recientemente hemos escuchado a expertos proclamando que “lo peor ya ha pasado” y la alternativa que “lo peor aún está por venir”. Sería útil si hubiese información disponible que nos permitiese analizar sus afirmaciones de los últimos dieciocho meses y guardar un registro de sus habilidades por la credibilidad de sus postulados. Sin embargo, muchos eruditos sintieron que los primeros críticos, con sus opiniones negativas, fueron demasiado pesimistas y, sin embargo, un rápido análisis de las afirmaciones de hoy día nos indican que esos eruditos son justamente aquellos que ahora nos presentan el escenario de fatalidad y oscuridad. Tal como ha sido expresado muchas veces en los Reportes Interinos y los Análisis Trimestrales, la mayoría de las noticias financieras diseminadas hoy día están engranadas con las necesidades de los “negociantes de corto plazo” en lugar de los inversionistas pragmáticos de largo plazo. Un caso que viene al punto es la situación de Freddie Mack y Fannie Mae.

Estas entidades financieras apuntalan el sistema hipotecario de los EE.UU., siendo que proveen hipotecas directas a individuos y que compran hipotecas empaquetadas a los bancos y prestamistas hipotecarios privados. Este último servicio inserta una gran cantidad de liquidez en el sistema. Se supone que son privados, pero operan dentro de un mandato gubernamental de los EE.UU. Ninguna de estas entidades están siendo golpeadas por las “pérdidas de las Sub prime”; su mandato está restringido a un máximo de 80% en préstamos, y se requieren altas calificaciones estándar para obtener un préstamo. Debido a estos estándares superiores, el comité supervisor gubernamental no estableció la obligación de mantener disponible un alto porcentaje de capital como reserva que apuntalase el portafolio de préstamos, tal como lo hicieron con otras instituciones crediticias de menor calidad. La movida del gobierno norteamericano de crear mayor liquidez es el reconocimiento de que incluso algunas de estas hipotecas de “alto nivel” caerán en impagos debido a la desaceleración general de la economía; sin embargo, la manera en que los medios han presentado las circunstancias es la de conectar el valor de las acciones con el valor del portafolio. En realidad los precios de las acciones han caído dramáticamente, mientras que el papel de créditos ha incrementado su



valor. Cuando los medios presentan incorrectamente al paquete de asistencia gubernamental como una “Sacada de apuros”, implican que los activos mantenidos son similares a los del sector subprime, cuando definitivamente no lo son. Adicionalmente, el dinero que el tesoro norteamericano hará disponible es para aumentar la liquidez dentro del portafolio de créditos y no las acciones de las empresas, lo cual apuntala aún más el portafolio (aunque hay algunos que creen que deberían hacerlo con ambos). Esto se refleja en el incremento del valor de los papeles crediticios.

Yo utilizo el ejemplo anterior para ilustrar cómo se disemina la información. La verdad es que ambos tienen problemas: la desaceleración de la economía y las ejecuciones hipotecarias no les pasarán de largo dejándolos ilesos. Sin embargo, es prudente en tiempos como estos estar concientes de que no toda la información es en blanco y negro tal como se nos la presenta, y que se debería ejercitar cierta cautela cuando se intenta comprender totalmente situaciones específicas. Esto es particularmente cierto cuando ellos procuran extrapolar un punto de vista general utilizando datos imprecisos.

En mi reciente Análisis Trimestral, señalé que Noviembre sería probablemente el tiempo cuando las oscuras circunstancias existentes del estado de los mercados comenzarían a aclararse un tanto de cara al futuro. Existen demasiadas razones como para listarlas que apoyan la validez de este escenario, pero escogeré unas pocas que servirán para ilustrar mi forma de pensar. En mercados nerviosos, la volatilidad es exacerbada por las percepciones, ya sean buenas o malas. La elección de Noviembre en los EE.UU., sin importar quién gane, será percibida como un nuevo comienzo y, como tal, a pesar de las políticas de los partidos, su implementación y costos asociados, etc., hará que el mundo respire con más facilidad y reaccione positivamente. La desaceleración de las economías y la creciente inflación podría hacer que algunos países entren en recesiones técnicas. Si esto ocurre, lo más probable es que sean predominantemente superficiales y de corta duración. De igual manera, la

demanda global disminuirá, incluso en aquellos países que ostenten un crecimiento positivo (aunque reducido) y, por ende, los precios de las materias primas probablemente bajarán. Las economías Británica y Europeas se contraerán, con la posibilidad de que el Reino Unido entre en una recesión superficial, y esto se reflejará en la fortaleza del Dólar americano contra el Euro y la Libra esterlina. Esto añadirá una presión adicional hacia la baja en los precios de las materias primas, la demanda y las tasas de cambio, lo cual (considerando que se espera que los Bancos Centrales incrementen sus tasas de interés para contener la inflación) apuntala aún más las tasas de cambio del Dólar, lo que a su vez reduce la demanda, y así los ciclos continúan.

Reconozco que el párrafo anterior es un análisis más bien simplista tipo “Economía Básica” de la universidad, mientras que el mundo es un asunto mucho más complicado; pero tenemos restricciones de espacio en esta publicación, y yo me mantengo sobre los principios generales de los puntos que he establecido. A lo largo del año pasado, el precio de un barril de petróleo en términos de dólares americanos aumentó, llegando en su punto más alto a incrementarse en un 100%, mientras que en contraste aumentó sólo un 15% en Euros. ¡Realmente nada ocurrió el año pasado como para provocar semejante disparidad!

Esto debería ayudar a los consumidores norteamericanos; sin embargo, en todas las ocasiones en el pasado cuando la demanda de petróleo de los EE.UU. ha caído, los precios mundiales del petróleo han colapsado literalmente, simplemente debido a que el cambio sistemático en los hábitos de los EE.UU., el cual consume el 25% de toda la energía del mundo, tiene un efecto mayor a corto plazo que cualquier incremento en la demanda de las economías emergentes. Cuando esta última es contenida por la inflación, entonces la demanda es reducida aún más, añadiendo así al ciclo negativo.

En Abril/Mayo 2009, los resultados del primer trimestre serán comparados contra los funestos rendimientos del 1er trimestre de 2008, al igual que todos los trimestres subsiguientes contra sus equivalentes del 2008, y se verán algunos trimestres positivos, lo cual añadirá a las “percepciones” cargadas positivamente de los negociantes de corto plazo, históricamente deficientes por su miopía.

La economía real y las percepciones/confianza de los inversionistas son oxímorones, pero mi razón final para identificar al último trimestre de este año como el momento de cambio es que los mercados tienden a reaccionar un mínimo de seis meses previo a la ocurrencia de los eventos en sí. Por ende, en términos simples, aquellos que esperan que lo peor pase antes del tercer trimestre del 2009 comenzarán a posicionar sus estrategias de portafolio a finales del 2008, comienzos del 2009, con miras al futuro. Este mes se han visto algunos “rallies” en los golpeados sectores de Banca y Finanzas, y creo que este testeo del sentimiento de los mercados respecto a estos sectores evolucionará continuamente hasta que finalmente se establezca una posición más elevada sobre el rango de comercialización “más bajo”.

Tradicionalmente, son las economías más nuevas las que, a pesar de su volatilidad, comienzan a señalar el camino en las tendencias optimistas tempranas. Las economías establecidas son más lentas para responder, y se rezagan hasta por casi un año. Se espera que la debacle de Irak comience a reducirse durante los próximos dos años, lo que eventualmente liberará mensualmente necesitadas decenas de millardos de dólares americanos de vuelta hacia la economía de los EE.UU. Es muy probable que la reciente aventura de Rusia en Georgia tenga su influencia en futuras decisiones geopolíticas. El sector de Defensa de los EE.UU. debe dar mantenimiento o reemplazar el equipo utilizado en la guerra de Irak, y si el recién electo gobierno de los EE.UU. llega a creer que es importante enviarle un mensaje a Rusia, entonces las relaciones más frías pueden conducir fácilmente a una nueva carrera armamentista.

Sin embargo, creo que para mediados del 2009 ocurrirá el evento más importante, en el grado de que el costo del derretimiento financiero finalmente será definido con bastante precisión y, con esto, su solución. Es inevitable que se halle una solución, dado que todos los países del mundo dependen de la necesaria liquidez para financiar sus necesidades privadas y nacionales. Una vez que se insinue la percepción de que lo peor ya realmente ha pasado, entonces los mercados levantarán los valores de las acciones financieras y la siguiente “carrera de los positivos” comenzará su proceso. Si mi agenda de tiempo es correcta, entonces en Noviembre/Diciembre sería el período más temprano en que podríamos esperar ver el movimiento de vuelta hacia los sectores golpeados. Además, antes de Noviembre/Diciembre es muy probable que algunas noticias negativas puedan afectar negativamente los mercados con una corrección en descenso del 5 al 8 %. Si esto ocurre, se nos podría presentar el momento perfecto para entrar de vuelta a los mercados de manera pragmática en este “piso”, el cual podría (a diferencia de otras ocasiones recientes cuando los mercados subieron) ser la ocasión en que realmente veamos al rally continuar, en lugar de perder empuje y retroceder de vuelta a sus rangos de comercialización. Los otros eventos de Noviembre/último trimestre señalados arriba podrían entonces añadir un factor de sentir positivo requerido para poder cambiar de rumbo.

No busco sugerir que el crecimiento económico actual será espectacular en el 2009, pero el “cociente de percepción positiva” se verá fortalecido y yo esperarí que las valoraciones reciban un empuje positivo y de mayor porcentaje que lo que justificarían las cifras de Crecimiento Interno Bruto de cada país.

El próximo mes identificaré y analizaré un número de oportunidades posibles que tengan grandes posibilidades de beneficiarse de estos crecimientos tempranos.

Atentamente,

Alan Lamb

Director / Gerente.