

## INFORME INTERINO DE PORTAFOLIO 29/30 Enero 2008

Tenía la intención de esperar hasta principios de Febrero para preparar un nuevo Informe Interino de Portafolio. Para entonces ya la FED habría tenido su reunión, y la semana siguiente saldría a la luz cierta información crítica que es importante para nosotros. Además de eso, ya he enviado mi Análisis Anual, y pensé en darles algo de tiempo para que pudiesen asimilar la información y datos allí contenidos, antes de discutir sus programas específicos de capital. Sin embargo, una semana es un largo tiempo no sólo tratándose de política, sino que en el mercado Financiero puede representar toda una vida y, como tal, sentí que sería mejor transmitirles la seguridad de que no estoy navegando en mi bote en alguna parte, ignorante de las maquinaciones del mundo de las inversiones.

En primer lugar, permítanme señalar que hace dos semanas, mientras caían los mercados, yo mandé a efectuar la segunda compra de algunas de las posiciones de inversión que comenzamos el año pasado. Por supuesto, yo no tenía idea de los eventos que se revelarían el Lunes pasado, pero ya se había dado una caída suficientemente grande en los valores como para justificar la compra (discutiré esto más adelante).

Aún desde un punto de vista retrospectivo, es difícil evaluar con precisión una visión clara de lo que resultó la semana pasada. La FED informó al mundo que habían hecho una reunión de emergencia, y que decidieron recortar la Tasa de la FED un 0,75%. Los mercados se desplomaron. Ahora sabemos que Societe Generale tenía adentro un "corredor forajido", y que, en un intento por cerrar la posición perdedora que había creado, se pusieron a vender varios millardos de dólares americanos en acciones e inversiones a lo largo del mundo. En el momento, no contaba con todos los detalles (no fue sino hasta el Miércoles que vimos el cuadro completo). Las noticias iniciales eran que un banco francés se hallaba en problemas, y eso poco tiempo antes que los millardos de US\$ vendidos en un mercado en caída fuesen conectados con Societe Generale, y luego llegaron los inversionistas nerviosos (tocaremos de nuevo este tema).

Los mercados son entidades individuales extremadamente complicadas. En nuestro moderno mundo global estos mercados se complican aún más debido a las comunicaciones modernas y una plataforma de operaciones de bolsa que funciona prácticamente las 24 horas. Sin embargo, en lo básico, esos mercados son extremadamente buenos en asignar precio al riesgo y al va-



lor. En mi Análisis 2007/2008, el cual debieron haber recibido el Lunes de la semana pasada, resumí mis consideraciones respecto al año que tenemos por delante. Señalé que la primera mitad sería muy volátil, y que se vería fortalecido en los trimestres posteriores. Esta visión estaba basada en ciertos fundamentos.

El recorte de emergencia de la FED y la liquidación que le siguió en los mercados ha (como dije anteriormente) enturbiado las aguas, y esto probablemente alargue el período de volatilidad por aún más tiempo en el año. La volatilidad llegará a su fin cuando:

1. Los mercados hayan colocado un precio correcto a la profundidad del desaceleramiento/recesión de los EE.UU. y su impacto en las ganancias/crecimiento nacionales y globales.
2. Los mercados hayan asignado un precio mercado a mercado a las sub prime, CDOs y otros vehículos respaldados por inversiones que están pendientes, y que los bancos todavía mantienen.
3. Haya disponibilidad de una suficiente cantidad de liquidez, de modo que los mercados puedan operar y se puedan realizar préstamos dentro de parámetros normales.

De todos los anteriores, es la número tres la que yo creo que causará las mayores dificultades a los mercados mundiales en el futuro próximo (6 a 12 meses) y la que nos suministrará las mayores oportunidades. Aquí debo volverme un tanto técnico y la verdad es que no cuento con una metáfora para tratar de explicar las cosas. Sin embargo, si llegan a entender los puntos que estoy tratando de explicar, entonces sus niveles de ansiedad deberían disminuir y su confianza en nuestra estrategia global debería aumentar. Si no, por favor, soliciten una reunión, presencial o telefónica,

y les explicaré en detalle.

El primer punto técnico es... lean los Análisis Trimestrales y Anuales y los Informes Interinos de Portafolio pasados. Se que muchos de ustedes lo hacen, pero también se que muchos otros no. En tiempos como estos, este último grupo obstaculiza la ayuda que les puedo ofrecer debido a que recibo reacciones emocionales, y es obvio que estas personas se sorprendieron de lo que estaba ocurriendo cuando los mercados se corrigieron. Mientras que aquellos que de manera regular leen los Análisis por lo menos están emocionalmente amortiguados, siendo que por más de un año hemos estado escribiendo acerca de los problemas, evaluando con precisión los mercados, advirtiendo que la volatilidad y una corrección eran inminentes y que a lo largo de este período estaríamos efectuando múltiples colocaciones a lo largo de caídas del mercado, a fin de posicionar estratégicamente sus portafolios. Por favor, lean los últimos dieciocho meses de Análisis y todos los Informes Interinos del año pasado. Los podrán encontrar en la sección de Biblioteca de nuestro sitio web, [www.angloig.com](http://www.angloig.com). Con esa información, lo siguiente debería resultar fácil de comprender y apreciar.

Los datos técnicos restantes concernientes al número tres y su importancia es que, **no importa cuánto dinero ofrezcan los bancos centrales a cualquier sistema, o los programas de paquetes de estímulo que instiguen los gobiernos, si los prestamistas no pueden o no están dispuestos a prestar, entonces el problema no se ha resuelto.** En el informe del cuarto trimestre de Citigroup se encuentra escondida la siguiente afirmación:

*“Además, la empresa continua reduciendo sus tenencias basadas en Consumidores de valores respaldados por hipotecas y otros activos mantenidos en sus negocios de Valores y Banca.”*

En general, en el cuarto trimestre, la compañía redujo sus activos GAAP (“Generally Accepted Accounting Principles”) en aproximadamente unos US\$ 176 millardos, representando aproximadamente el 7,4% de su balance contable.

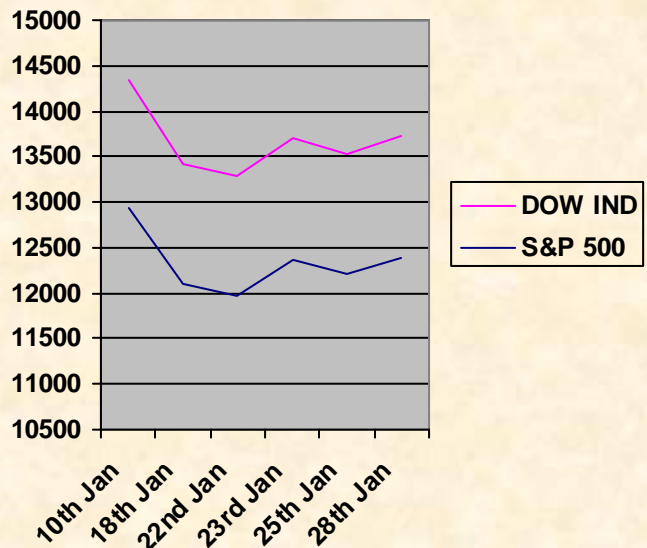
Citi y otros bancos importantes están “desapalancándose”. Los bancos son los mayores creadores de liquidez. En términos sencillos, en la misma medida en que los bancos reduzcan sus balances contables, en esa misma medida se reduce la liquidez. Hay algunos que creen que el recorte de tasas de la FED generará liquidez... me temo que tienen una mala comprensión de quién es el que genera la liquidez. No es la FED... son los bancos. El mercado de papeles comerciales respaldados por activos se ha encogido de US\$ 1,2 billones en Agosto de 2007 a una cifra entre US\$ 800 y US\$ 600 millardos o menos hoy día. Dependiendo de lo abatido del observador, el cual está “desapalancando” y encogiendo el fondo común de liquidez disponible, o por lo

menos de liquidez que se está poniendo a trabajar, las últimas cifras representan entre un 60% a un 50%, en comparación con seis meses atrás.

Los mercados y los negociantes necesitan liquidez; sin ella, no se pueden sostener carreras en alza, y las colocaciones de compras vacilan. De hecho, vemos alguna evidencia de esto en la semana pasada, y no tengo dudas de que veremos muchas más durante los próximos seis meses. Cuando los mercados desarrollados se encuentran en modalidad de corrección, es decir, en caída, tienden a una carrera alcista rápida, si se cree que han sido sobrevendidos. Si lo quieren ver de esta manera, ellos están poniendo a prueba al mercado, creando una pequeña “V”, rebotando y luego flotando como

al 50% de las pérdidas del día, para luego subir o caer, dependiendo del sentir. Si observamos el “Movimiento del Gráfico” del Dow y del S&P500 mostrado abajo, veremos a lo largo del período de dieciocho días una apariencia similar. Durante los próximos seis meses de volatilidad es muy probable que veamos esta forma varias veces. Ya sea que esteamos mirando un día, una semana o incluso un mes, si se llega a dar una carrera en alza de “V Corta”, podemos esperar que tenga esa forma.

## GRAFICO DE MOVIMIENTO



El gráfico tan solo muestra los precios diarios al cierre, y como tal, no refleja la volatilidad a lo largo del día. Sin embargo, si seleccionásemos ya sea el 23 o el 24 de Enero, veríamos que a dos horas de haber abierto el Dow había caído 250 puntos. A la hora del almuerzo había recuperado 50% de las pérdidas, y se quedó flotando en ese nivel poniendo a prueba a ver si existía suficiente interés como para empujar-

lo hacia arriba o si caería lentamente. A finales del día de operaciones había retrocedido.

Existen muchas razones técnicas por las cuales los mercados son puestos a prueba de esta manera. Sin embargo, mientras ponemos la mirada en el 2008, es suficiente que ustedes acepten que este formato de modelo será experimentado... quizás múltiples veces. Si he de ofrecerles un ejemplo, mañana es probable / se espera que la FED recorte las tasas otros cincuenta puntos básicos. Los mercados lo esperan, y un recorte de más de 0,5% asustaría a los mercados, pues muchos se preguntarían qué problema es del conocimiento de la FED que hiciese necesario recortar 1,5% en una semana. A su vez, un recorte de 0,25% los defraudaría. Si agregamos las iniciativas bi-partidistas, las cuales con muy poca frecuencia se implementan rápidamente, entonces, la visión general será positiva para los mercados y surgirán.

Si ustedes llegan a ver las transacciones de mañana después del anuncio del 0,5%, yo esperaré que ustedes notasen una subida en las valoraciones. Este sentir positivo durará un cierto período de tiempo. Podrían ser horas, días o semanas, pero dentro de alguno de los períodos señalados comenzará a decaer.

De hecho, si en lugar de los valores del Mercado ustedes tan sólo observaran a futuro los “volúmenes de transacciones diarias totales”, verían repetirse el mismo perfil. A lo largo de un cierto término / período de tiempo, el mercado alcanzará un cierto punto, y el volumen de transacciones decaerá. Luego, en un período entre tres y cinco días perderá empuje y, siguiendo una lenta y elegante curva, retrocederá y pondrá a prueba un nuevo fondo. Luego ascenderá en carrera hasta llegar al cincuenta por ciento de las pérdidas del período o, si se presentan malas noticias, caerá aún más para tocar otro nivel bajo dentro de un día, y cualquiera que sea el fondo que toque en ese nivel bajo, subirá hasta el punto del 50% y el proceso comenzará de nuevo.

Si se llega a dar una recesión técnica, entonces podríamos experimentar varios períodos semejantes... algunas veces durarán un día, una semana o un mes, dependiendo de las noticias y condiciones prevalecientes. Sin embargo, si llega a ver una disminución del volumen de transacciones, entonces pueden tener la seguridad de que tendrá lugar una curva descendente. Es posible que el Dow toque los 11.200 ocasionalmente, quizás un poco más abajo, si se presentan más malas noticias, aunque yo espero que los puntos bajos serán puestos a prueba y llegará alrededor de los 11.800. En la medida que los inversionistas comiencen a darse cuenta de que estaremos experimentando un crecimiento desacelerado pero aún así positivo de cara al futuro, y después del

paso de algunos trimestres, entonces comenzaremos a armar la siguiente plataforma para el próximo “Mercado Optimista” (“Bull”). Técnicamente, estaremos entrando en un período de “Mercado Pesimista” (“Bear”).

El alcance del Mercado “Pesimista” estará fundamentado en aquellas áreas problemáticas que constituyen las causas subyacentes de las dificultades actuales. En adición, es probable que veamos a las empresas aseguradoras de hipotecas convertirse en el próximo “zapato por caer” en la saga financiera. Aparejado con esto, tal como lo hemos mencionado, existe el hecho fundamental de que ningún paquete de estímulos o reducción de la FED solucionará el problema subyacente de que los bancos no tienen dinero para prestar, y aún si lo tuviesen, existe un incentivo de desinversión en lo relativo a otorgar préstamos, siendo que ellos ganarán más por la tasa bancaria “overnight” que lo que podrían lograr prestando para hipotecas de largo plazo.

El punto es que a pesar de que podría presentarse cierta exhuberancia de corto plazo en el mercado, existe un suficiente número de problemas e inconvenientes como para mantener a los mercados nerviosos por un cierto período de tiempo.

Habiendo anticipado esto, nosotros iniciamos dos estrategias el año pasado. Una era la de colocarnos a nosotros mismos de tal modo que dentro de un “Mercado Pesimista” nos hallásemos en sectores que generalmente superasen el mercado. Los Bienes de Primera Necesidad o Consumo Masivo en períodos de recesión o cercanos a recesión tradicionalmente superan los demás 3-6-9 meses y un año estadísticamente. Alta Capitalización con cobertura internacional, el sector de Salud, empresas Industriales tope, Infraestructura, empresas de Servicios Petroleros, son consideradas en general como opciones relativamente estables de diversidad y menos vulnerables a la volatilidad.

Las inversiones de Colocaciones a la Larga (adquiridas a lo largo de un plazo de tiempo y en múltiples “caídas”) se vuelven más disponibles durante períodos volátiles. El año pasado sugerí que un cierto número de países eran interesantes, si el precio era el correcto, tales como Taiwán, Singapur, Corea del Sur, Suiza, Francia, Suecia. Los países del Borde del Pacífico han caído en semanas recientes un 25% en promedio; algunos cerca del 40%. Japón conlleva una oportunidad de mediano a largo plazo vía inversiones en yenes.

Se nos presentan unos tiempos muy interesantes. Casi todos ustedes también mantienen programas de acumulación de capital tales como “Vision” y otros. Utilicen este período para añadir un Aporte Único extraordinaria-

rio (“Single Premium”) de unos pocos miles de US\$ cuando puedan... los colocan a lo largo de todos los fondos que mantienen y así reducirán sus “Costos Promedio de las Unidades”. En los años por venir, se alegrarán de haberlo hecho.

Aquellos de ustedes que mantengan dinero en efectivo en sus Portafolios tendrán la oportunidad de comprar en las inevitables caídas. Aquellos de ustedes que tenían un Portafolio de tamaño suficiente como para comprar en dos o tres porciones, y a los cuales yo añadí “US Homebuilders” (“Constructores de Viviendas de los EE.UU.”) y bancos Regionales, podrán ver (si entran a sus Portafolios en línea) que ambos se encuentran en territorio positivo. El costo promedio por unidad es tal que incluso hoy mismo están disfrutando de ganancias. Aquellos con Portafolios más pequeños deberán esperar para experimentar mejoras adicionales. Sin embargo, todos ustedes tienen la probabilidad de observar reversiones a medida que atravesemos por el primer semestre del año... Ignórenlas.

Si están concientes de los sentimientos positivos o negativos predominantes del Mercado, entonces la fórmula que se muestra arriba concerniente a los mercados poniendo a prueba las matrices debería permitirles comprender las maniobras subyacentes. Además, existen modelos/programas de colocaciones computarizadas sofisticados, los cuales generan órdenes de compra o venta sin intervención humana. Están programados para comprar cuando los valores caen a ciertos niveles, lo cual tiende a apoyar el mantenimiento de niveles mínimos de los valores que tengan sentido común. Por ende, y a menos que ocurra alguna noticia o evento extraordinario, esto debería ofrecer algún nivel de confort a cualesquiera temores negativos subconscientes que pudiesen estar acechándoles desde algún lugar recóndito y oscuro de sus psiques.

La reducción de las tasas de la FED del día de hoy pronto será olvidada, y luego vendrá la exigencia de una mayor reducción por parte de uno de los lados del mercado. El otro lado comenzará a introducir el temor de una inflación en la evaluación de los mercados. La FED reconoce que sus reducciones de tasas son un intento de curar las preocupaciones de corto plazo de un desaceleramiento de la economía, y admiten libremente que verán la inflación como un problema al cual atacarán más adelante. Varias noticias y eventos se develarán en los meses que siguen que se sumarán a la mezcla de incertidumbre,

enviando los mercados hacia arriba y luego en picada. Si ustedes reconocen estos hechos y comprenden los principios de las puestas a prueba, y si sus Portafolios mantienen suficiente efectivo como para comprar en caídas, entonces existe una oportunidad de incrementar sustancialmente sus potenciales de crecimiento, manteniendo al mismo tiempo sus niveles de stress dentro de parámetros saludables.

Redactaré mi próximo Informe Interino de Portafolio cuando haya transcurrido el tiempo suficiente como para poder identificar oportunidades con posibilidades.

Atentamente,

**Alan Lamb**

**Director / Gerente**