

“Toto, I’ve a feeling we’re not in Kansas anymore.” – The Wizard of Oz

5 de febrero de 2019

Estimado inversor,

Concluye 2018, que será recordado en los mercados financieros como un año tremendamente duro. Si tuviésemos que definirlo con el título de una película, me vienen a la mente *El año que vivimos peligrosamente* o las oscarizadas *El Golpe* y *En tierra hostil*. Son varios y poco agradables los récords que se han batido durante el ejercicio. Según publicó *Wall Street Journal*, a mediados de noviembre la proporción de activos en pérdidas durante el año superaba el 90%. El petróleo por primera vez en la historia tuvo 12 sesiones consecutivas de bajadas. En 2017 el mercado bursátil americano no tuvo ningún día de movimientos iguales o superiores al 3% y en 2018 vivimos 15 sesiones así, 10 de ellas durante el cuarto trimestre. Para cerrar el año, el mes de diciembre fue el peor desde 1931. Hay indicios para pensar que el plácido mercado alcista de los últimos diez años puede estar despidiéndose y dando paso a una época de turbulencias.

El fondo cierra el cuarto trimestre perdiendo un 7,53%. Una caída importante que al menos compara favorablemente con los principales índices bursátiles. En Europa, donde el fondo concentra la mayor parte de la cartera, el Eurostoxx 50 perdió un 11,47% y en Estados Unidos el S&P500 un 13,52%, ambos con dividendos incluidos. Nuestro objetivo es que el fondo sea una mejor inversión a largo plazo que replicar los índices. Para ello, hay dos parámetros que consideramos. El primero y principal es que el fondo genere mayor rentabilidad. El segundo es que lo haga con caídas menos pronunciadas que las que inevitablemente experimenta el mercado bursátil a lo largo de un ciclo de inversión normal. Es pronto para echar las campanas al vuelo, pero de momento el fondo se ha comportado mejor que el mercado en este entorno tan negativo. Esperamos ser capaces de estar a la altura también en movimientos alcistas. Confiamos plenamente en que la capacidad que tenemos de ajustar nuestra exposición al mercado, aunque dificulte tanto el día a día, dará sus frutos a largo plazo.

Tal como he comentado en anteriores ocasiones, veo un entorno complicado para las bolsas en su conjunto. Los motivos principales son dos. El primero es que hemos vivido un largo periodo de

crecimiento sincronizado a nivel mundial que comienza a dar algún síntoma de agotamiento. El segundo es el elevado precio que ha alcanzado la bolsa americana. Dado que es el principal mercado del mundo, cualquier corrección es susceptible de generar inestabilidad generalizada. Permítame que desarrolle estos puntos, puesto que son el escenario en el que nos ha tocado actuar.

La economía se comporta de manera cíclica. Tras un período expansivo viene inevitablemente una contracción que dará paso de nuevo a una fase de crecimiento. En el año 2008, tras una fase expansiva donde a los bancos privados se les fue la mano con el crédito, tuvimos una crisis financiera que muchos han calificado como la peor de la historia. La manera elegida para salir de ella fue la impresión de dinero y el apalancamiento de las cuentas públicas. No entro a valorar si fue la decisión adecuada o si había otra mejor, pero parece claro que tarde o temprano tendremos que pagar las consecuencias. La siguiente tabla muestra la evolución de la deuda sobre PIB de distintos países. Japón ni me molesto en incluirlo. Con más del 230% de deuda sobre PIB, da para un libro aparte que bien podría resumirse con una frase en su propio idioma: *Shikata Ga Nai*.

| | Deuda / PIB | |
|---------|-------------|------------|
| | 2008 | actualidad |
| USA | 74% | 105% |
| CANADÁ | 68% | 90% |
| UK | 50% | 88% |
| FRANCIA | 69% | 98% |
| ESPAÑA | 39% | 98% |
| ITALIA | 102% | 132% |
| CHINA | 27% | 47% |

Fuente: Baupost Q42018 Letter

Es imposible saber cuándo una deuda es demasiado grande, pero no me parece prudente gestionar pensando en que nunca lo será.

Con unas deudas tan abultadas y en un entorno como el actual, de normalización de las políticas monetarias de los principales bancos centrales, parece lógico que aumente la preocupación por la carga que van a suponer para la economía unos mayores tipos de interés. Además, el envejecimiento poblacional y el mayor desempleo causado en gran parte por la robotización hacen cada vez más difícil de sostener el llamado Estado del Bienestar y dan alas a los partidos populistas. Otros factores de inestabilidad como el Brexit o la guerra comercial entre Estados Unidos y China pesan también en el ánimo de los inversores, pero siendo optimistas podemos verlos como temas coyunturales.

Respecto a la valoración de la bolsa americana, mi preocupación se centra en los índices. La gran subida acumulada desde 2008, donde el S&P500 ha multiplicado su precio por más de 4 y el hecho de que la subida se concentre cada vez en menos valores, varios de ellos especialmente caros, invitan a la prudencia. Los beneficios del índice en los últimos 12 meses se sitúan ligeramente por debajo de los 150\$. Si tenemos en cuenta los 2600 puntos a los que cotiza, estamos pagando un multiplicador de 17,33. Como he comentado antes, creo que estamos cerca del final del ciclo y que esos beneficios están más cerca de bajar que de subir. En un escenario suave, con una vuelta a los 125\$ de beneficios de 2017 y aplicando el multiplicador actual (en 2009 descendió hasta poco más de 12 veces), se obtiene una valoración inferior a los 2200 puntos. No creo que haya margen de seguridad suficiente para invertir replicando los índices ni para pensar que estemos ante un período de importantes subidas.

Este escenario no es nuevo y de hecho es el que nos llevó a diseñar el fondo tal como es. Nuestra orientación es a largo plazo, por lo que sabemos que viviremos varios ciclos completos. Habrá momentos donde sea interesante estar completamente invertidos, es decir, sin utilizar ninguna cobertura y habrá otros donde las coberturas estén presentes en mayor o menor medida. Además, nuestra actividad principal se centra en la selección de compañías concretas. Así como en algunos índices y en las acciones de moda vemos una sobrevaloración notable, estamos encontrando muchas compañías interesantes y con un potencial de revalorización notable. Dedicarse a sectores que el mercado no aprecia, venir de largos períodos de mal comportamiento o simplemente ser demasiado pequeñas para muchos inversores institucionales suelen ser los motivos que generan oportunidades. Entre las compañías que hemos incorporado a la cartera del fondo, destacan **Thor Industries** y **Nicolás Correa**.

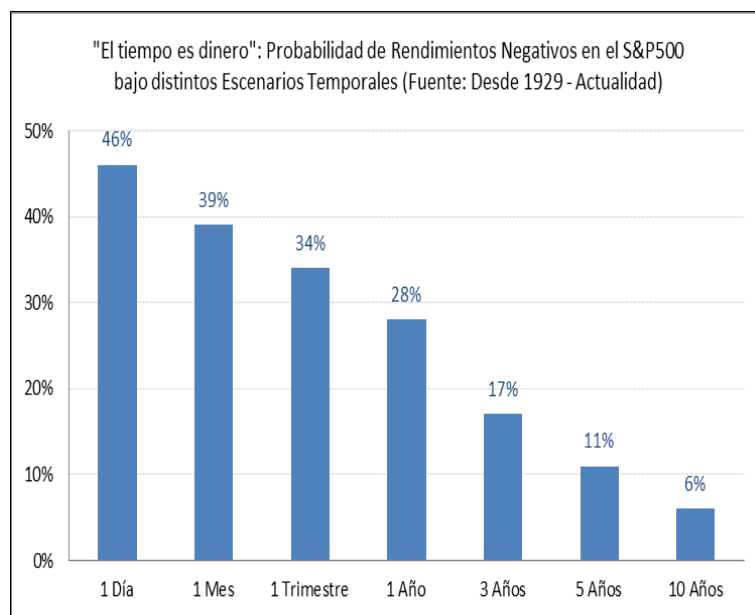
Thor Industries, compañía americana fundada hace 38 años, es el mayor fabricante del mundo de vehículos recreativos. Tiene una cuota de mercado superior al 48% en Estados Unidos y Canadá, donde el mercado ha ido concentrándose hasta convertirse prácticamente en un duopolio. Su competidor más directo es Forest River, con un 33% de cuota y que curiosamente opera desde la misma ciudad que Thor (Elkhart, Indiana). En el mes de septiembre, Thor adquirió Erwin Hymer, el principal fabricante europeo, aumentando aún más su posición de liderazgo y su presencia internacional. Esta adquisición provocó severas caídas que nos han permitido adquirir el valor a un precio muy interesante. En enero del año pasado se pagaban más de 160\$ por acción y nosotros hemos comprado a 57\$. Tenemos claro que Thor opera en un mercado cíclico y que muy probablemente haya hecho techo, pero vemos que el mercado ha ido demasiado lejos con las caídas y el margen de seguridad es enorme. Desde un punto de vista cuantitativo, destacamos que Thor tiene una excelente estructura donde los costes fijos tienen muy poco peso y que ganó dinero incluso en el año 2009, donde el mundo se caía a trozos. Adicionalmente, creo que hay dos factores que

juegan a favor de Thor a largo plazo. El primero es que creo que existe una tendencia creciente a disfrutar de la vida al aire libre y realizar actividades saludables, principal motivación para adquirir uno de estos vehículos. El segundo es que la industria se ha concentrado mucho en los últimos años y siempre es más fácil ajustar los posibles excesos de oferta en un mercado a la baja siendo pocos participantes.

Nicolás Correa es una pequeña compañía española que capitaliza unos 50 millones de euros, lo que la deja fuera del radar de los grandes inversores. Se dedica al diseño y fabricación de máquinas fresadoras que se utilizan en diversos sectores como automoción, energético o ferroviario. Exporta alrededor del 90% de la producción. Tras un período muy complicado donde estuvo a punto de desaparecer, la compañía ha realizado una reestructuración muy importante. Recientemente ha vendido una de las dos naves que tenía para concentrar toda la actividad en la planta que tiene en Burgos. Con el resultado de dicha venta, elimina la deuda y queda con un balance impecable. Además, las mejoras de eficiencia al concentrar la producción en un solo sitio han de ser notables. En caso de aumento de la demanda, aún hay capacidad instalada para atenderlo e incluso posibilidad de ampliar la planta. Recientemente han inaugurado una nueva filial en China, mercado que aglutina el 40% del consumo mundial de máquina-herramienta. Cualquier crecimiento de cuota de mercado allí, tendrá un efecto notable en las cuentas. Creo que los 3,5 euros por acción que hemos pagado nos van a reportar grandes alegrías. Un balance saneado, notable generación de caja o directivos con fuerte presencia en el accionariado e incrementando constantemente su participación son factores que permiten ser optimistas con ella.

El año que ahora comienza va a ser sin duda interesante. Creo que va a ser un año con movimientos importantes en ambas direcciones. Tras el violento castigo de la recta final del año pasado, asistimos estos días a un rebote importante. Nosotros terminamos el año con una exposición muy alta que hemos aprovechado para reducir sensiblemente de cara a los próximos meses, pensando en que el mercado caiga de nuevo al menos hasta los niveles vistos en diciembre. La cartera sigue siendo muy equilibrada y compuesta por compañías que cotizan con un notable margen de seguridad sobre nuestras valoraciones. Seguimos sin tener ni una sola acción de bancos o financieras y veo difícil que esa situación cambie a corto plazo. En tecnología no tenemos tampoco nada por seguir viendo sus valoraciones elevadas. La que más nos gusta es **Google** y esperamos que el mercado nos dé oportunidad de incorporarla a la cartera. Estamos cómodos con valores líderes en su sector como **Inditex, Fresenius, Bayer** o **Publicis**. Tenemos exposición al sector autos por considerar que el castigo sufrido ha ido demasiado lejos, destacando **Renault** entre los fabricantes de producto final y con fabricantes de componentes como **Plastivaloire, Continental** o **Akwel**. Estamos poco a poco tomando exposición a los metales preciosos con alguna compañía minera en las que buscamos calidad y buenas reservas como factores diferenciales. **Pan American Silver** y **Newmont Mining** son las que de

momento nos acompañan. Creemos que el mercado del petróleo, salvo una gran bajada de la demanda que de momento no veo, se va a enfrentar a un desequilibrio que eventualmente hará subir los precios. Tenemos en cartera **Internacional Petroleum** y **Diamond Offshore**. Similar es el caso del uranio, donde tenemos exposición a través de la canadiense **Cameco**. En definitiva, una selección de valores que creo que se comportarán mejor que el mercado y nos permitirán obtener una rentabilidad satisfactoria. El riesgo que asumimos con estas compañías me parece razonable y más si tenemos en cuenta la ventaja que nos otorga invertir a largo plazo. El gráfico siguiente lo muestra con rotundidad.



Fuente: BofA Merrill Lynch US Equity Strategy, Bloomberg.

Muchas gracias por su confianza.

Un cordial saludo,

Daniel Varela