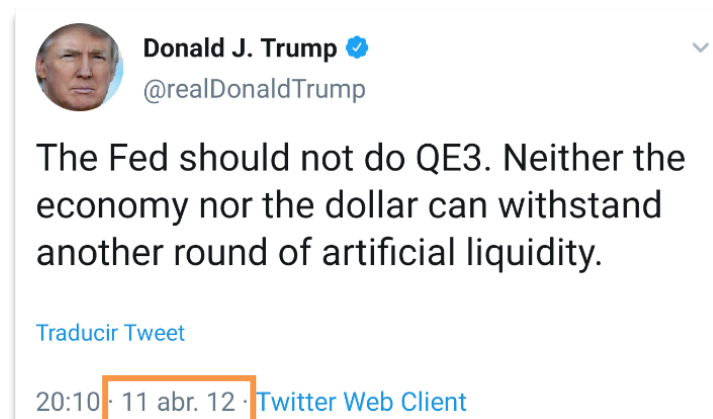


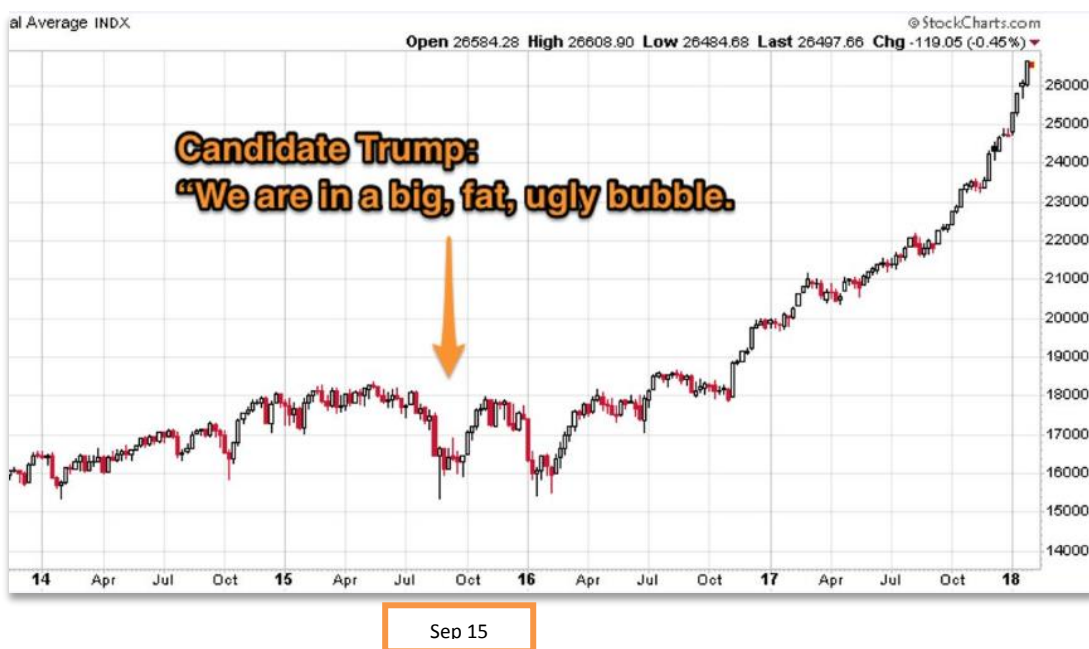
30 de abril de 2019

Estimado inversor,

Tras las notables caídas vistas en el último trimestre de 2018, concluye el primero de este año con importantes subidas. Desde los mínimos de diciembre, el SP500 y el Nasdaq 100 se anotan subidas superiores al 20 y al 25% respectivamente. Hay varios motivos que podrían explicarlo. Yo creo que de todos ellos el que verdaderamente ha provocado el giro al alza es una vez más la fe en los bancos centrales. Tras un breve periodo de normalización de la política monetaria y ante las caídas del mercado bursátil y las presiones de Donald Trump, la Reserva Federal americana (FED) cambió radicalmente su discurso. El giro fue de tal magnitud, que la curva de tipos pasó de descontar más de 2 subidas de tipos a lo largo de 2019 a descontar incluso 2 bajadas. Algo inaudito, tanto por la brusquedad del giro como por la absoluta pérdida de credibilidad de la FED. Da miedo ver que su independencia ha resultado no ser tal y que lo que monitorizan son las cotizaciones del SP500. Está bien recordar que el mismo que ahora presiona a la FED, antes de ser parte interesada defendía justo lo contrario.



Curioso también cómo, cuando era candidato a la presidencia, los 16.000 puntos del índice Dow Jones se le antojaban demasiados. Desde que ganó las elecciones, ve el mercado con otros ojos a pesar de estar un 40% más arriba.



Al final, la conclusión es clara. Nadie duda del peligro de meter dinero al sistema como si no hubiese un mañana, pero cuando el que lo hace disfruta de las ventajas que a corto plazo recibe, se deja llevar. Aunque ahora estamos en plena euforia y no es agradable ser el aguafiestas, yo creo que esto no es un entorno sano ni mucho menos. El mercado funciona como una subasta. El que

está dispuesto a pagar más, realmente está dispuesto a recibir menos por su dinero. Cuando lo que hay es un exceso de dinero, se da la paradoja que el que gana la subasta puede estar perdiendo, ya que es el que más riesgos ha asumido empujado por el entorno. Si en algún momento ese entorno con exceso de liquidez cambia, las consecuencias serán tremendamente dolorosas.

El fondo cierra el trimestre con una rentabilidad del 2,69%. Tras comenzar el año con una alta exposición a bolsa, fuimos reduciéndola a medida que el mercado subía hasta quedarnos ahora en una posición bastante conservadora. La rentabilidad se ha visto lastrada fundamentalmente por las coberturas y por Bayer, que ha tenido un mes de Marzo horrible por sus entuertos legales tras la compra de Monsanto. En el trimestre destacan las incorporaciones a la cartera de IAG y Galp.

IAG es la compañía aérea resultado de la fusión entre Iberia y British Airways. En los últimos meses ha habido varios factores que han pesado en su cotización, hasta el punto de cerrar el trimestre cayendo un 14% mientras que el Ibex ha subido cerca de un 9%. Al miedo al brexit se suma la subida del precio del petróleo (principal coste de una aerolínea) y la exclusión del valor de los índices MSCI España. A nosotros nos parece que el castigo ha generado una oportunidad de compra interesante. La compañía es ahora más resistente al ciclo y cuenta con mayor diversificación de ingresos por segmentos y geográficamente. Además, su estructura es más flexible al emplear más leasing y menos propiedad. En su última presentación, la compañía modelizó un escenario de crisis similar a lo visto en 2.008 y se obtienen unos beneficios anuales de 0,75 euros por acción. Contando con que hemos comprado a poco más de 6 euros y que es un escenario muy negativo, nos parece que tenemos alto margen de seguridad. A corto plazo, el principal catalizador para la cotización seguirá siendo el brexit, pero a medida que se vayan despejando sus incertidumbres, la acción debería recuperar el terreno perdido respecto al sector y respecto al resto del mercado.

Galp es la principal compañía petrolera de Portugal. De ella nos gustan su elevada generación de caja y sobre todo su bajo coste de producción (sobre los 25\$ por barril) y su baja deuda, inferior a 0.9 veces EBITDA. No sabemos qué hará el precio del petróleo a futuro, pero salvo una bajada en la demanda difícil de imaginar sin una gran crisis mundial, nos parece que es difícil que baje mucho de los 65\$ por barril que se han utilizado para los cálculos. En cambio, la gran caída de las inversiones para desarrollar nuevos yacimientos en los últimos años, puede llevar a considerables subidas ante un eventual aumento de la demanda.

Continuamos sin tener una sola acción de bancos en la cartera. Si hay un sector al que haga daño el panorama de tipos cero o negativos, es el sector bancario. Además, da miedo pensar en los riesgos en que se ven obligados a incurrir para mantenerse a flote en este entorno. Valga como ejemplo la

noticia aparecida en febrero en Wall Street Journal, que sacaba a la luz una pérdida de 1.600 millones de dólares en una sola operación de bonos por parte de Deutsche Bank. La compra se hizo en 2.007 y no se reconoce la pérdida hasta casi diez años después, cuando el banco deshace la posición como parte de una estrategia de cierre de sus actividades “Non-Core”. Ejecutivos del banco, comité de auditoría del consejo de supervisión, auditores externos y reguladores coincidieron en que no era necesario reformular las cuentas de los años anteriores. Imagino que la cantidad no les pareció importante ya que, si todo va bien, la actividad de todo el banco en 2.019 conseguirá generar algo más de la mitad de lo perdido con la operación...

<https://www.wsj.com/articles/deutsche-bank-lost-1-6-billion-on-a-bond-bet-11550691086>

Para los próximos meses, estamos con un posicionamiento muy prudente. Las bolsas se mueven por criterios ajenos a la realidad económica de las compañías cotizadas. El efecto que tienen los políticos y los bancos centrales en los mercados es mayor que nunca y todos están empeñados en que el mercado no caiga. Mientras tanto, los resultados empresariales no crecen al ritmo de las cotizaciones y el ciclo económico parece estar cerca de agotarse. Se enfrentan, pues, las matemáticas y el sentido común con las ambiciones políticas y la burda manipulación de los mercados. Aunque a largo plazo está claro quién va a ganar, a corto plazo puede continuar el escenario actual de subidas de las ya elevadas cotizaciones. Nosotros seguiremos centrándonos en tener buenas compañías y una exposición al mercado adecuada al alto nivel de riesgo que vemos. La menor rentabilidad que tendríamos en ese escenario, compensará con creces cuando inevitablemente la realidad se imponga a la fantasía.

Muchas gracias por su confianza.

Un cordial saludo,



Daniel Varela