

Estimado inversor,

Concluye 2019 y lo hace de manera bien distinta a como empezó. Tras la masacre de diciembre 2018, enero empezaba con miedo a una recesión y un sentimiento muy negativo en los mercados, y finalmente hemos cerrado el año con importantes subidas en bolsa, aunque concentradas fundamentalmente en determinados valores. Ha sido un año volátil y marcado por la incertidumbre política y económica. En este entorno, los inversores han continuado buscando refugio en las compañías de moda y en las más grandes y con negocios más predecibles. La consecuencia es el encarecimiento de estas compañías contra el resto y dada su gran ponderación en los índices, las importantes subidas de éstos.

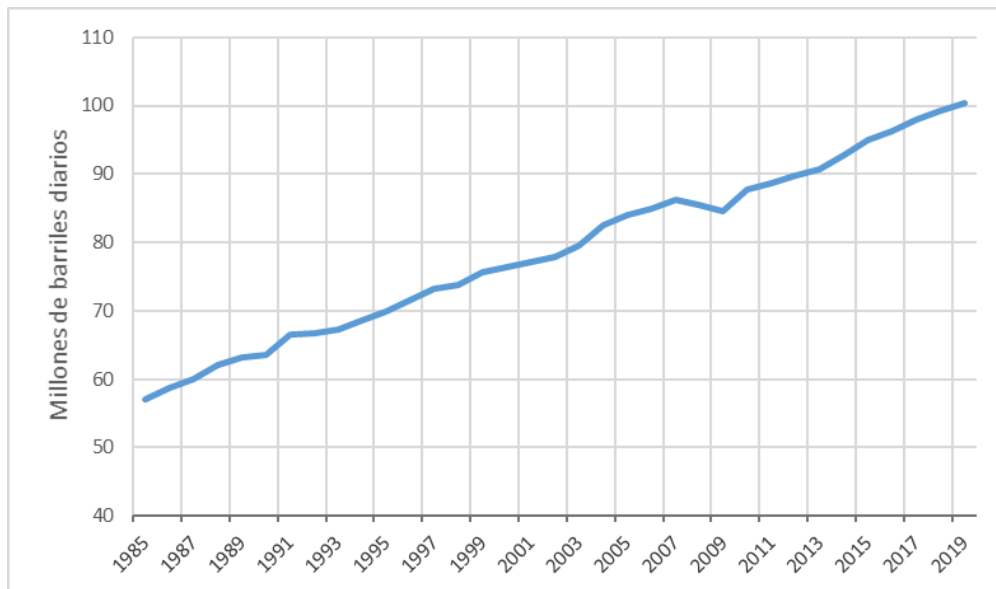
El fondo cierra el cuarto trimestre con una rentabilidad de 0.52% lo que sitúa la rentabilidad anual en 0.72%. A cierre de trimestre, ninguna posición supera el 4.3% del patrimonio del fondo, sumando las 10 primeras un 34.9% del mismo. El país con mayor presencia en la cartera es España con un 30%, seguido por Francia y Canadá con un 21% y un 11% respectivamente. Los valores que mayor rentabilidad han aportado al fondo son Aperam, IPCO e IAG. Los que más han restado han sido Renault, Nokia y Telefónica.

Durante el trimestre, hemos tenido varios movimientos destacables en la cartera.

Hemos vendido Inditex, IAG, International Seaways, Thor Industries y Elegant Hotels por haber alcanzado nuestros precios objetivos de salida. El caso de Elegant Hotels, fue por una OPA (oferta pública de adquisición) sobre la compañía. Las acciones cotizaban a 70 peniques y la cadena hotelera Marriott lanzó una oferta a mediados de octubre a 110 peniques por acción. Esta prima de más del 50% sobre el último precio muestra lo barata que estaba la compañía y lo importante que es tener paciencia.

Hemos incrementado el peso en el sector energía mediante la compra de Repsol y de Consol Energy. La primera es bien conocida por su dedicación al petróleo, mientras que la segunda se dedica al carbón. Este último es un sector que consideramos menos atractivo por sus riesgos y su claro declive, pero la valoración de Consol está tremendamente deprimida y arroja un potencial de revalorización muy elevado, por lo que creemos que compensa tener una pequeña posición en la compañía. El caso del petróleo es bien distinto. Vivimos en un mundo donde las modas y las nuevas narrativas calan en nosotros con gran facilidad. Se pasa del miedo a la euforia y viceversa con una facilidad pasmosa. Ahora todo el mundo habla del cambio climático, de ESG o de la descarbonización, convirtiendo a niñas con trenzas en profetas si la ocasión lo requiere. No cabe duda de que es muy deseable la transición hacia una economía con menores emisiones de CO2 y donde la sostenibilidad sea un factor determinante para las decisiones. Lo que ya es más cuestionable es si esto se puede lograr a corto plazo con la comodidad que muchos predicán. Si suponemos que la demanda mundial de energía crece los próximos 30 años a una tasa del 1.7% anual, o lo que es lo mismo, un 40% más lento que el crecimiento experimentado desde el año 1900, y suponemos que la actual inversión en renovables se triplica hasta alcanzar 1 trillón (un millón de millones) de dólares al año, haría falta esperar 55 años para que la energía eólica y solar supongan el 50% del mix energético mundial. Entre tanto, llevamos ya varios años en los que, por los bajos precios, las compañías petroleras han reducido fuertemente las inversiones y se ponen en marcha pocos pozos nuevos para atender la demanda e ir sustituyendo los que de manera natural se van agotando. Las compañías dedicadas a la extracción de petróleo no convencional no son capaces de ganar suficiente dinero como para asegurar su viabilidad económica con tranquilidad, por lo que es posible que en algún momento la oferta no pueda satisfacer cómodamente la demanda. Demanda que por cierto presenta una incontestable

tendencia creciente, disminuyendo solo puntualmente durante la gran crisis de 2008 y de manera casi imperceptible.



Fuente: Attitude Gestión SGIIIC, SA

Enlazando también con la narrativa del fin del motor de explosión para la automoción, actualmente las emisiones de CO2 de todos los coches y aviones de pasajeros suponen aproximadamente un 8% del total. No hay duda de que la tecnología irá mejorando con el tiempo, pero a día de hoy una batería capaz de almacenar la energía que contiene un barril de petróleo tendría un coste de unos 200.000\$ y pesaría unas 9 toneladas. Estos datos, el mercado los ignora alegremente y mientras castiga con dureza a las principales compañías fabricantes de automóviles y componentes, compra Tesla como si no hubiese un mañana. Creemos que tarde o temprano esta narrativa remitirá y las cotizaciones volverán a obedecer a los fundamentales de las compañías, tanto de las queridas como de las odiadas.

La industria pesada es responsable del 22% de las emisiones. Esto incluye un extenso mix de procesos, pero destaca principalmente la enorme cantidad de calor que hay que aplicar para convertir recursos naturales básicos en materiales utilizables. Por ejemplo, para fabricar cemento se necesitan temperaturas de 1450°C. Para ello generalmente se quema carbón y sustituirlo incrementaría el coste del cemento más del 100%.

Hemos aumentado nuestra exposición al uranio con la compra de acciones de Yellow Cake. El uranio es el combustible necesario para producir energía en centrales nucleares. Pocas veces se ve una materia prima cuya demanda es creciente, su producción está cayendo, no tiene sustituto posible y el precio de venta está sensiblemente por debajo del coste de producción. Ya tenemos una pequeña exposición al uranio vía acciones de la compañía canadiense Cameco, la mayor minera cotizada del mundo. Tanto Yellow Cake como Uranium Participations son vehículos de inversión que se dedican a almacenar uranio. Actualmente cotizan incluso con descuento sobre su valor contable. Cuando el ciclo cambie, se beneficiarán del incremento del precio del material y aunque tengan menos potencial que el que pueden tener mineras como Cameco, también tienen menos riesgo y nos parece que vamos a estar más cómodos con ellas esperando a que llegue el momento.

En este entorno de frenéticas políticas monetarias, creemos que el oro debe comportarse bien y por tanto hemos tomado posiciones en Newmont Mining y Barrick Gold. A lo largo de los próximos meses es previsible que continuemos subiendo peso en este sector, procurando diversificar en varias compañías. La minería es un sector con bastantes riesgos operativos y preferimos no concentrar demasiado en las mismas minas. Su ventaja es que ante aumentos del precio del subyacente, en este caso el oro, sus beneficios crecen a un ritmo muy superior. Con todo el mundo queriendo mantener bajos los tipos de interés e imprimiendo dinero, creemos que el precio del oro tiene un considerable recorrido al alza.

Seguimos con un posicionamiento muy prudente ante el panorama de gran incertidumbre que vemos para los próximos meses y las insostenibles valoraciones del mercado bursátil americano. Estamos ante el mercado alcista más largo de la historia. Desde los mínimos marcados en marzo de 2009, el SP500 ha multiplicado su precio por cinco. La subida ha sido muy superior a la subida de los resultados empresariales, por lo que los múltiplos a pagar aquí son tremendamente exigentes. No solo comparados con los de aquellos momentos de pánico, sino con su media histórica, que es lo verdaderamente representativo. Además, ese encarecimiento relativo se ha acelerado enormemente en los últimos meses, coincidiendo claramente con el cambio de discurso de la reserva federal. Ante los tipos bajos, la gente no se ha parado a mirar las valoraciones y se han lanzado a comprar sin parar, creando una de las mayores divergencias entre los mercados y la realidad que se recuerdan. Y a nosotros nos perjudica por dos vías. Por un lado, el dinero que está entrando va a los grandes índices, compuestos fundamentalmente por valores muy caros, que es donde tenemos las coberturas, y, por otro lado, nadie presta atención a las compañías fuera de moda, que es donde nosotros vemos las oportunidades. Índices como el Nasdaq 100 se mueven ya cerca de un 50% por encima de su media móvil de 200 semanas, cosa tremendamente exagerada y poco frecuente. Además, la narrativa sobre la justificación de las altas valoraciones, por el hecho de tener los tipos de interés bajos, no nos parece del todo acertada. Si los tipos de interés son bajos es fundamentalmente porque el crecimiento también lo es, por lo que no vemos motivos para justificar la enorme prima en las cotizaciones. Estamos en una situación terriblemente incómoda y que vamos a tratar de mitigar pasando parte de las coberturas con futuros a opciones. De esta manera, si el mercado sigue por este camino, veremos menos perjudicada la rentabilidad. Por muy feo que veamos el panorama general, estamos cómodos con las compañías que tenemos en cartera y seguimos manteniendo una tremenda cautela que nos hace no concentrar los riesgos en demasía. Ni por valores, ni por sectores, ni por países, ni en exposición direccional. Son tiempos de no dejarse llevar por las convicciones e intentar minimizar el impacto de posibles errores, porque es difícil descartar por completo cualquier escenario. Si en 2009, al final del gran movimiento bajista de la “gran crisis financiera” que hizo caer al índice S&P500 hasta los 666 puntos, alguien hubiese dicho que 10 años más tarde, con el índice a 3.300 puntos y la tasa de desempleo al 3%, la FED estaría bajando tipos y haciendo QE, habría ido derecho al manicomio.

Muchas gracias por su confianza.

Un cordial saludo,



Daniel Varela