

Estimado inversor,

Concluye un trimestre extremadamente complicado, tanto a nivel financiero como a nivel humano. Para los mercados puede haber sido el peor que se haya visto y a nivel social y personal sin duda quedará entre los peores. Desde aquí quiero transmitirle mis mejores deseos para usted y sus allegados y mis mayores ánimos para superar esta situación. No hay duda de que pasará, ni tampoco que todos lo recordaremos mientras vivamos. Lo que está por ver son las consecuencias en todos los ámbitos. Nunca hemos vivido un evento similar a éste y por tanto la incertidumbre es máxima, no podemos dar nada por sentado ni descartar nada por inverosímil que parezca. Para los mercados no hay peor enemigo que la falta de visibilidad y por mucho que ahora todo el mundo lo intente, no es posible dibujar de manera fiable ningún escenario futuro. Por definición la ciencia, trata de explicar sucesos repetibles en base a la observación de los mismos. Nadie ha observado nunca algo parecido a esto, con prácticamente el 70% de la economía mundial cerrada a cal y canto. Valga como muestra el siguiente cuadro con las previsiones para el segundo trimestre del PIB americano hechas por grandes casas de análisis.

Firm	2Q2020 GDP estimate
Bloomberg Economics	-9.0%
UBS	-9.5%
Pantheon	-10.0%
Strategas	-10.0%
Cornerstone Macro	-11.0%
Oxford Economics	-11.9%
Citigroup	-12.0%
Credit Suisse	-12.0%
Bank of America Merrill Lynch	-12.0%
Deutsche Bank	-12.9%
IHS Markit	-13.0%
Wells Fargo	-14.7%
TSLombard	-17.7%
Evercore ISI	-20.0%
JPMorgan	-25.0%
Morgan Stanley	-30.1%
Goldman Sachs	-34.0%
Capital Economics	-40.0%

Alguna de ellas acertará o se quedará cerca, pero nos podemos hacer una idea de la dispersión que habrá en la valoración que harán unos y otros del mercado de acciones y la volatilidad que nos espera.

El fondo termina el trimestre perdiendo un 29,5%, siendo los valores que más restan **IPCO**, **Renault** y **Maisons du Monde**. Los valores que más rentabilidad han aportado han sido **Newmont Mining**, **Barrick Gold** y **Zooplus**. Los valores con mayor peso en la cartera son **Miquel y Costas**, **Zardoya Otis**, **Fresenius**, **Telefónica** y **Corticeira Amorim**. Los países con más peso son España, Francia y Canadá.

El virus ha dañado a la economía en tres frentes. El primer síntoma que produjo fue un shock de oferta. El virus comenzó su andadura en China, donde se concentra gran parte de las cadenas de producción mundiales. Con los cierres, rápida y acertadamente impuestos por el gobierno chino, muchas fábricas bien de productos terminados o bien de componentes tuvieron que cesar su actividad. Éste fue el primer susto y recuerdo por ejemplo que el fabricante de automóviles Jaguar Land Rover llegó a decir que le quedaban piezas para funcionar dos semanas. Lamentablemente, luego apareció el segundo síntoma que fue el shock de demanda. Con el cierre llevado a cabo paulatinamente en los distintos países, la demanda de productos y servicios ha quedado reducida prácticamente a bienes de primera necesidad. Hay muchos sectores donde la demanda se ha eliminado temporalmente casi por completo. A raíz de este escenario, se manifiesta el tercer síntoma que además es el que mayor afecta a las bolsas, el shock de liquidez. Muchos inversores, entre ellos muchas empresas, se encuentran con problemas de liquidez por el cese o la disminución en su actividad y la necesidad de seguir haciendo frente a sus pagos, por lo que necesitan vender activos. Yo siempre he pensado que la mejor inversión es la bolsa, entre otras cosas por ser de los activos más líquidos. En momentos de pánico como el actual, esa gran ventaja se convierte en un arma de doble filo y ocasiona grandes quebraderos de cabeza a los que invertimos en ella. Cuando mucha gente quiere vender, el precio obviamente baja sin miramientos y generalmente sin distinguir entre buenos y malos negocios, caros o baratos. Además, las bajadas de los precios hacen que muchos inversores que operan con apalancamiento, tengan que aportar garantías adicionales para cubrir las pérdidas y eso no es fácil en un contexto de miedo y rápidas caídas. Resulta curioso que en el sector de inversiones, cuando llegan las rebajas, la gente huya despavorida de la tienda.

Que los precios de las acciones bajen es algo no muy habitual en la última década. Durante estos años hemos vivido el mayor mercado alcista de la historia en los índices americanos, utilizados como referencia habitual. Las subidas han venido en un entorno de crecimiento moderado de los beneficios por acción, por lo que atendiendo únicamente a esto, las alzas deberían haber sido mucho menores. Dicho de otra manera, los precios de las compañías han aumentado más que los beneficios por acción. Es la famosa *expansión de múltiplos*. Lo que también ha ocurrido durante este tiempo ha sido la impresión de cantidades ingentes de dinero por parte de los principales bancos centrales del planeta. Y por si esto fuera poco, las propias empresas cotizadas han estado recomprando sus acciones y empleando para ello en muchos casos más dinero del que su actividad generaba. Como ejemplo en este último caso podemos citar a Boeing. En los últimos seis años ha empleado 43.000 millones de dólares en recompras. En octubre tuvo que pedir una línea de crédito de 9.500 millones, a

primeros de este año un préstamo de otros 10.000 y ahora con el coronavirus ya habla sin tapujos de solicitar un rescate al gobierno. Entre tanto, la retribución de sus grandes directivos referenciada a la subida del precio de sus acciones, que ellos mismos provocaban con las recompras, ha batido todos los récords.

Por el lado de los bancos centrales, nada nuevo. Ya lo hemos comentado amargamente en otras cartas. Siguen empeñados en crear prosperidad a fuerza de imprimir billetes, veremos si no terminamos como Zimbabwe y su billete con catorce ceros. De momento, para paliar los efectos del coronavirus, Estados Unidos ha puesto sobre la mesa un paquete de estímulos de 6 trillions (millones de millones o 10 elevado a 12 en nuestra escala). La cifra es mareante y cuesta ponerla en contexto. El otro día leía que si Cristóbal Colón al llegar a América en 1492 hubiese quemado un fajo de 20.000\$, otro cada minuto después, 60 fajos por hora, las 24 horas del día, siete días por semana, a lo largo de los siglos, hoy todavía no habría ardido esa cantidad. Para más señas, en los años 60 uno solo de esos fajos daba para comprar 7 Ford Mustang a estrenar. Hoy no es suficiente para adquirir ni siquiera uno de esos coches y da miedo pensar los que pueden hacer falta para adquirir uno similar dentro de unos años.

Decía antes que resulta imposible actualmente tratar de modelizar o poner cifras a lo que vamos a vivir en los próximos meses. Los beneficios empresariales van a caer seguro, pero lo que nos vamos a encontrar es que las otras dos fuerzas, por primera vez no van a ir al unísono. Es muy probable que los bancos centrales sigan con la martingala de meter dinero a la primera de cambio, pero parece difícil que las empresas mantengan un ritmo de recompra de acciones que ya iba muy pasado de vueltas. Tengamos en cuenta también, que los tipos de interés ya se han ido a tasas ridículamente bajas, entrando por primera vez en la historia en negativo en los plazos más cortos de Estados Unidos, último bastión de los números negros. Por tanto, los efectos de la política monetaria van a ser cada vez menos notables.

Lo que tenemos es, por lo tanto, un escenario de máxima incertidumbre. De hecho, a día de hoy no sabemos todavía lo que durarán las medidas de confinamiento, variable fundamental para poder tener al menos algo de visibilidad. Lo que hay que tener claro, es que esa incertidumbre ya está influyendo en los precios de las acciones. Las caídas de más del 25% en muchos índices desde que empezó el año y que aún son más abultadas en muchos valores, no se ven con frecuencia. Hay acciones que hoy cotizan a precios tan bajos que hace solo un par de meses eran impensables. Por ejemplo, **Renault** se cambia por poco más de 16 euros por acción. Entre los años 2015 y 2018 todos los años ganó más de 10 euros por acción, con lo que nos podemos hacer una idea del escenario apocalíptico que espera el mercado.

Al tratarse de un terreno desconocido, no hay evidencias ni certezas sobre la mejor estrategia a seguir. Hasta el momento, el rendimiento del fondo no ha sido satisfactorio. Las coberturas que hemos tenido no han funcionado nada bien cuando el mercado ha caído y nos han consumido mucho tiempo y esfuerzo. El hecho de que el mercado más caro, como es el americano, y dentro del mismo el sector tecnológico, se hayan comportado mejor que el resto también en las caídas nos ha perjudicado mucho. En la caída nos han ayudado pero mucho

menos de lo esperado, dejándonos desde inicio en línea con otros fondos comparables. Con las atractivas valoraciones actuales y el alto precio de las opciones por la elevada volatilidad del mercado, vamos a dar mucho menos peso a las coberturas y a su gestión activa y vamos a concentrar el esfuerzo en la cartera de acciones. Seguimos viendo necesaria, de hecho, más necesaria que nunca, una diversificación fuerte a todos los niveles. Por países, por sectores y por tamaño de las compañías. Además, con el potencial que vemos en muchas buenas empresas, vamos a tratar de primar la robustez del negocio y las buenas perspectivas del sector en lugar de buscar compañías con mayor potencial pero menos visibilidad de su negocio o mayor riesgo de ejecución o de insolvencia.

Gracias a las caídas hemos podido comenzar a tomar posiciones relacionadas con una de las temáticas que por evidente siempre ha estado muy cara, como es el envejecimiento poblacional. Lo hemos hecho a través de la compañía francesa **Korian**. Korian es el líder del sector de residencias de mayores en Francia, Bélgica y Alemania y continúa su expansión por otros países europeos. Tiene un importante historial de crecimiento y la demografía está claramente de su parte. El segmento de personas mayores de 80 años va a prácticamente doblarse en los próximos 20 años y además en un contexto de menor número de familias capaces de cuidar de ellos a tiempo completo. Tras marcar en febrero un máximo de 45 euros por acción, hemos podido comprar a 27 euros, precio al que cotizaban en 2014. No es un chollo, pero sí muy interesante para un negocio con una cuenta de resultados altamente previsible y donde el paso del tiempo juega a nuestro favor. **LNA Santé**, uno de sus competidores, nos parece también interesante y si vienen nuevas caídas las aprovecharemos para tomar posición.

Siguiendo con la idea de aumentar la exposición a negocios a prueba de bomba, hemos podido volver a entrar en una vieja conocida nuestra, como es la portuguesa **Corticeira Amorim**. Se trata de una compañía con 150 años de historia, líder de mercado de tapones de corcho, con un balance sólido y gestionada por la cuarta generación de la familia Amorim, que posee más de la mitad del capital. Es un sector con una barrera de entrada importante, ya que desde que se planta un alcornoque, que solo crece en siete países entre ellos España y Portugal, hasta que produce corcho por primera vez transcurren más de 40 años. Posteriormente, los árboles se cortan cada 9 años así que es difícil que de repente aparezca nueva capacidad en el mercado. La primera vez que las tuvimos en cartera fue en 2018, vendiéndose en abril de ese año a 11 euros. Ahora hemos vuelto a comprar incluso por debajo de 8 euros y dado que pensamos que **Corticeira** puede ganar anualmente más de 70 céntimos por acción nos parece una inversión sumamente atractiva y más teniendo en cuenta la calidad de la compañía.

Hemos tomado una pequeña posición en **Fairfax India**. Es una empresa que funciona como un holding que invierte en dicho país. Entre sus inversiones se encuentra el aeropuerto de Bangalore y varias compañías de diversos sectores como químicas o financieras. Cotiza muy por debajo de su valor en libros, está gestionada por Prem Watsa, uno de los mejores inversores de los últimos tiempos y nos parece que India es de las economías que aún

presentan un potencial de crecimiento interesante. En estos días iremos incrementando la posición paulatinamente.

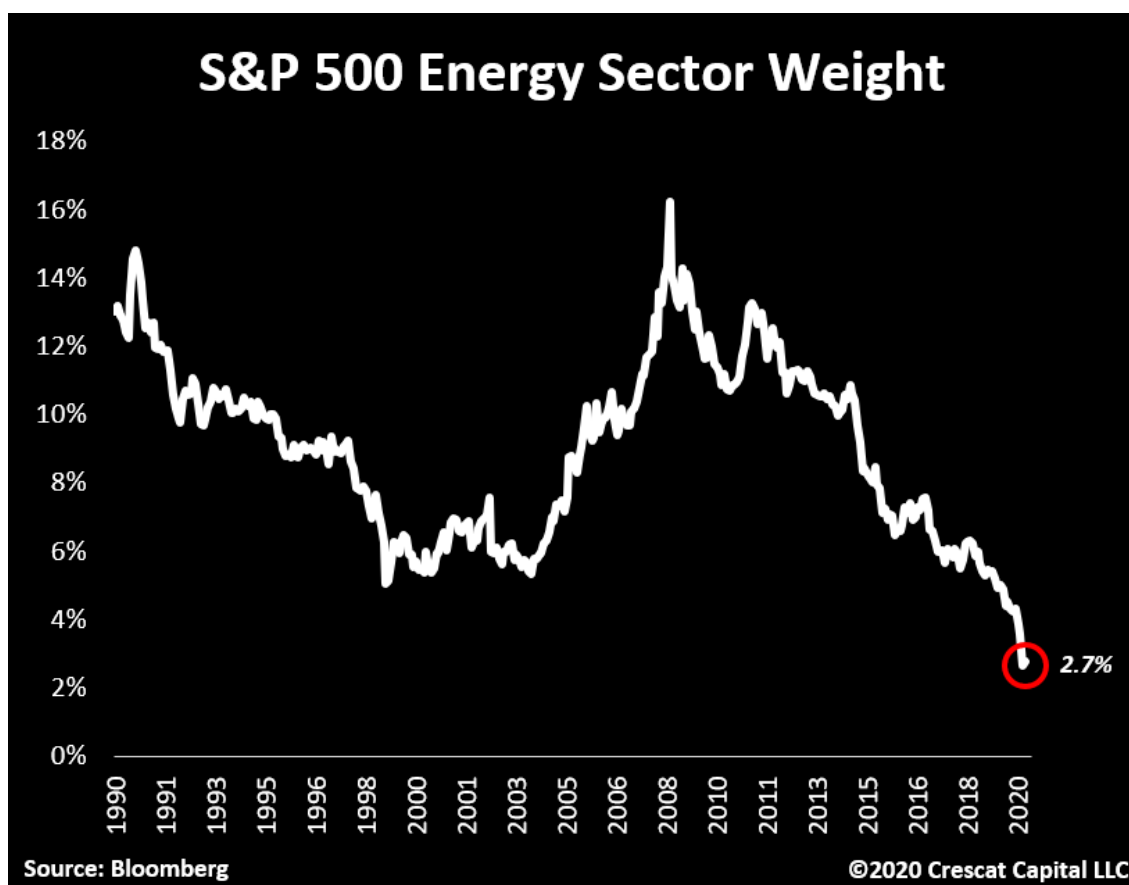
Zardoya Otis, que salió casi completamente del fondo sobre los 7,2 euros ha vuelto a entrar y de manera notable al caer hasta la zona de 6 euros por acción. No ha tenido caídas demasiado abultadas, pero han bastado para que nos vuelva a parecer muy atractiva. No es un valor del que esperemos grandes revalorizaciones, pero sí creemos que su aportación va a ser muy valiosa. De ella esperamos estabilidad y la ejemplar visibilidad de su negocio. Es la “vaca lechera” que nos va a permitir tener otros valores con mayor potencial de revalorización pero que van a tener que operar en un entorno muy hostil.

Continuamos teniendo una importante presencia en el sector de telecomunicaciones. Reconozco que su mal comportamiento es una de las cosas que más nos han sorprendido en esta vorágine. Creemos que es un negocio con buena visibilidad y donde las compañías ya llevan tiempo reduciendo sus abultadas deudas. Además, deberían poder aprovechar las turbulencias para relajar el duro marco regulatorio que entre otras cosas impide reducir el número de operadores en cada país, permitiendo así la consolidación en el sector y los incrementos de eficiencia que dicho proceso llevaría aparejados. Tenemos presencia en **Telefónica**, **Telecom Italia** y **Vodafone** y nos gustaría haber aprovechado la oportunidad de entrar en **Masmóvil**, pero no hemos estado suficientemente ágiles. Si vuelve a dar oportunidad, sin duda la aprovecharemos.

Otro sector en el que estamos invertidos y de momento no da más que disgustos es el automóvil. Es sin duda nuestro peor error hasta la fecha. Tenemos presencia en un fabricante, **Renault**, y en varios proveedores de componentes como son **CIE Automotive**, **Gestamp**, o **Continental**. El sector se enfrenta a una situación durísima y donde ahora mismo nadie es capaz de ver la salida. Todos los valores llevan acumuladas caídas desde máximos muy superiores al 50% llegando en el caso de **Renault** al 85% y aunque a corto plazo es probable que siga el sufrimiento, creemos que ante las primeras señales de recuperación del sector, las cotizaciones subirán con mucha fuerza.

Tenemos en cartera varias compañías del sector energía. Es otro de los sectores con peor comportamiento en lo que va de año, ya que se enfrenta a dos problemas que serían graves si viniesen de uno en uno y encima vienen juntos. El primero es que el virus ha provocado la mayor bajada de la demanda de petróleo de la historia. El segundo es el conflicto entre Arabia Saudí y Rusia, dos de los principales productores, que ha provocado que no se recorte la producción a pesar de los bajos precios. Esta situación ha hecho que el precio del petróleo Brent pase de 65 a 25 dólares por barril. Este precio hace que prácticamente nadie gane dinero extrayendo petróleo. Arabia y Rusia, que son productores de bajo coste, van a ver muy castigadas sus cuentas públicas ya que ambas economías dependen en gran medida del precio del petróleo. La situación sin duda es muy seria, pero no parece razonable que los principales implicados no terminen poniéndose de acuerdo para recortar la producción. Además, todas las compañías están reduciendo muy notablemente sus inversiones, es decir, no van a desarrollar nuevos pozos. Dado que los ya existentes irremediablemente van a ir agotándose, la oferta futura va a ser mucho menor. En este sector, la cura para los bajos

precios son los bajos precios y esta vez la verticalidad de la caída y el frenazo en seco de los nuevos proyectos van a hacer que la vuelta al alza sea especialmente violenta. La demanda de petróleo va de la mano con la actividad económica y por tanto se recuperará tan pronto como la actividad vuelva poco a poco a su ser. Es pronto para hablar de una fuente energética alternativa y además, es posible que con los tremendos gastos que la pandemia está ocasionando a todos los países, se pongan en standby muchas de las inversiones en energías renovables. Las compañías que tenemos son **Repsol, Galp, IPCO, Africa Oil y Rockrose Energy**. Creemos que son una de las partes más volátiles de la cartera pero que van a recompensar generosamente el sufrimiento que nos están provocando. En el siguiente gráfico se puede observar el peso del sector energía americano respecto al índice de referencia, el S&P500.



La verdad es que siempre es complicado tratar de adivinar hacia donde se va a mover el mercado en el futuro. Tanto más complicado cuanto más cortos sean los plazos manejados y en un contexto como este con la incertidumbre que ha traído esta pandemia ya es una tarea sobrehumana. Las emociones son muy difíciles de controlar y todos tendemos de forma natural a primar los hechos más recientes. Lo que es cierto es que cualquier corrección futura en el mercado se ve como una amenaza, pero cuando uno mira hacia atrás se ve que las

correcciones fueron oportunidades. No cabe duda que tenemos por delante tiempos difíciles, no sabemos en qué grado pero hay que contar con ello. En los mercados tendremos volatilidades más altas de las que hemos visto los últimos años y tendremos muchos días en que desearemos venderlo todo. El principal problema al que nos enfrentaremos es la ausencia de alternativas. La renta fija, tanto pública como privada, tanto *investment grade* como *high yield*, no ofrecen ningún atractivo. El mercado inmobiliario no está expuesto a una cotización diaria, pero no creo que los precios de hace solo dos meses se vayan a mantener, especialmente en la parte de oficinas. Y adicionalmente, el dinero que tengamos en liquidez tiene pinta de perder poder adquisitivo al ritmo del ruido de las impresoras de los bancos centrales. No es un entorno fácil, pero si conseguimos mantener la calma y no pisar muchas minas por el camino, es decir, no tener empresas que quiebren, deberíamos pasar el bache.

Muchas gracias por su paciencia y confianza. Cuídese mucho.

Un cordial saludo,



Daniel Varela