

REFLEXIONES SOBRE 2018... Y PERSPECTIVAS A FUTURO

POR MATT McLENNAN

Responsable del Global Value Team



Q

2018 HA ACABADO SIENDO UN AÑO CON BASTANTE TURBULENCIAS; SI ECHAMOS LA VISTA ATRÁS, ¿QUÉ CONCLUSIONES SACAN LOS INVERSORES DE LOS ACONTECIMIENTOS DE 2018?

En cierto modo, la evolución de los mercados en 2018 ha confirmado nuestros miedos de inicios de año. Si observamos el comportamiento de los índices de renta variable globales en 2018, cabe destacar dos aspectos fundamentalmente: en un entorno de final de ciclo, hemos vivido lo que yo denominaría un estrechamiento de la tendencia de los mercados. Durante al menos los nueve primeros meses de 2018 la rentabilidad de los principales índices de renta variable a nivel mundial ha estado dominada por una disminución en el número de compañías, principalmente estadounidenses (tecnológicas, empresas de consumo discrecional o compañías del sector sanitario). La mayoría podrían clasificarse como inversiones en compañías con foco en crecimiento, ya que la fuerte rentabilidad registrada ha lastrado la rentabilidad de otras estrategias más orientadas a valor. La segunda característica ha estado

latente durante gran parte del año pero se ha evidenciado principalmente en el cuarto trimestre: repunte de la volatilidad de los mercados a consecuencia del endurecimiento de la política monetaria en el mundo entero. Estados Unidos ha sido el mercado que ha registrado un mejor comportamiento de su renta variable. Sin embargo, incluso en EE.UU. se ha vivido un desplome del 20% con respecto al máximo alcanzado por el S&P en el mes de septiembre aproximándose al mínimo histórico en el mes de diciembre. Es posible que se haya infravalorado el alcance del daño que han sufrido las cotizaciones: en un momento dado, más del 75% de las cotizadas en el parqué de Nueva York estaban cotizando por debajo del precio medio variable de los últimos 200 días de cotización.¹ Ahondando nos damos cuenta del verdadero daño que han sufrido los índices. El varapalo ha sido incluso más fuerte fuera de Estados Unidos. El índice EAFE registró caídas de 24% con respecto a su

máximo. La renta variable china cayó más del 30%; algunas divisas, como la lira turca o el peso argentino se han devaluado más del 50% frente al dólar. En cierto

modo, el entorno que atravesamos en 2018 nos recuerda a lo sucedido en 1998.

Q

¿ADEMÁS DE LA COINCIDENCIA DE QUE FRANCIA GANARA EL MUNDIAL TANTO EN 1998, COMO EN 2018, QUÉ OTRO PARALELISMO PODEMOS TRAZAR ENTRE AMBOS AÑOS?

Veamos, este paralelismo no es nada desdeñable, pero no era precisamente lo primero que se me ha venido a la cabeza. En 1998 también estábamos atravesando un entorno boyante en los mercados de renta variable, reflejado por los principales índices. Entonces, en torno a finales de año, asistimos a la caída de uno de los principales hedge funds, Long-Term Capital Management, lo que provocó un entorno generalizado de aversión al riesgo y desplome de los índices globales. Este año no hemos vivido ninguna caída que se le asemeje, sin embargo, hemos presenciado el desplome de la cotización de un gigante en la industria, General Electric, cotizando a un solo dígito, un nivel que no había registrado en más de veinte años. En 1998 también asistimos a una crisis de las economías emergentes, no Turquía o Argentina, como el año pasado, sino Tailandia y Corea del Sur principalmente.

La política fiscal fácil ha sido muy útil para los márgenes de beneficio de las empresas. Por lo tanto, mientras que las proporciones de PE pueden parecer razonables, los márgenes son inusualmente altos, y eso normalmente es insostenible.

1998 también fue un año de acotamiento de nombres en los índices de renta variable. Los mercados estaban encabezados por los títulos de tecnológicas, empresas de los medios de comunicación y de telecomunicaciones, principalmente en Estados Unidos; que contrarrestaban con las caídas de las estrategias con foco en valor. Igual que lo que vivimos hace 20 años, en 2018 se produjo un repunte de las rentabilidades estadounidenses y un debilitamiento del precio del oro. El aplanamiento de la curva de rentabilidades es otra de las similitudes con el periodo vivido a finales de los ochenta, finales de los noventa y el periodo precedente a la crisis financiera internacional. Ver la repetición de patrones como este no resulta nada halagüeño de cara a los próximos cuatro o cinco años. Sin embargo,

también existen diferencias significativas entre 1998 y 2018.

Q

¿A QUÉ DIFERENCIAS SE REFIERE?

A finales de los noventa, los ratios PER en EE.UU. eran muy superiores a las cifras actuales, sin embargo la relación entre el valor de las compañías

y su nivel de ingresos era prácticamente la misma que ahora. Lo que ello entraña es que en esta ocasión los márgenes de las compañías son superiores, lo cual se explica principalmente por el efecto de la política

fiscal estadounidense. En 1998, la administración estadounidense gozaba de un superávit fiscal, típico keinesiano: cuando la economía está por encima de tendencia, los gobiernos deberían permitir el superávit; en tanto que cuando se aproxima el fin de ciclo, los gobiernos deberían de incurrir un déficit fiscal. En 2018, cuando la economía estaba claramente por encima de tendencia, Estados Unidos contaba con un déficit fiscal del 4%, una diferencia abismal con respecto a la situación actual, y no precisamente una buena diferencia. Una política fiscal laxa ha resultado de gran utilidad para engordar los márgenes de beneficio de las compañías. Con lo cual, a pesar de que el ratio PER podría parecer razonable, los márgenes son excesivamente altos, algo insostenible. Teniendo en cuenta medidas que establecen la relación entre el valor de empresa y los ingresos, la valoración agregada de los valores en renta variable, el resultado

es parecido a 1998. Los niveles de los márgenes corporativos también son altos como consecuencia de ciertas tendencias actuales. El paso de economías manufactureras a economías orientadas a servicios corre el peligro de generar oligopolios a nivel local. La emergencia de plataformas tecnológicas ingentes ha reportado valor y márgenes suculentos a escala. Los mercados de trabajo siguen intentando digerir las hordas de trabajadores de países como China e India, lo que ha erosionado la capacidad de negociación de los trabajadores. La confianza empresarial es alta por motivos cíclicos y como consecuencia de los estímulos fiscales mencionados con anterioridad. Indudablemente, todo ello tiene una consecuencia: el aumento de los márgenes corporativos y el estancamiento de los salarios ha reavivado la llama del populismo en el mundo entero.

Q

OTRA DE LAS DIFERENCIAS ENTRE 2018 Y 1998 ES EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO, UNA FUENTE CONSTANTE DE PREOCUPACIÓN EN LOS ÚLTIMOS AÑOS. ¿ACASO HA CAMBIADO?

Creo que ha empeorado, especialmente en China. En Estados Unidos la mayoría de los excesos los podemos observar en la deuda soberana pero los gobiernos tienen el modo postergar los problemas y hallar un resultado complejo con el paso del tiempo. Sin embargo, en los últimos 18 meses China ha experimentado un cambio de gran calado. Hasta entonces gran parte del crecimiento en el segmento de la renta fija corporativa provenía de la denominada shadow banking (banca en la sombra), parecido a lo que sucedió en Estados Unidos en ciclos anteriores cuando se experimentó un repunte en el número de operaciones de recompra y financiación a corto plazo garantizada por activos. En cuanto empezó a darse este fenómeno en China, el gobierno se hizo con las riendas. El crecimiento monetario se ha disminuido a la mitad en China, bajando de un 15% a 8%

aproximadamente. Las estadísticas oficiales apuntan a una nula modificación del crecimiento económico a pesar de que el crecimiento crediticio se haya reducido a la mitad, lo que me hace mirar con cierto recelo las estadísticas oficiales.

El parón en el crecimiento crediticio nos hace cuestionarnos si podrá volver al ritmo de crecimiento anterior. En dólares, la inyección monetaria china ha pasado de estar a la mitad de los niveles estadounidenses -lo que tiene sentido teniendo en cuenta el tamaño inferior de su economía- a ser el doble del influjo monetario estadounidense. El superávit actual por cuenta corriente en China ha desaparecido en el transcurso de este año, y su tarifa ha comenzado a devaluarse, a lo que se añade la guerra comercial en curso. China está atravesando una situación difícil, en parte a raíz de que su presidente XI decidiera eliminar la limitación

del tiempo de mandato presidencial. Y para empeorar las cosas, a fin de estimular el crecimiento, China ha construido una cantidad ingente de infraestructuras, probablemente más de las que necesita. Infraestructuras que van a requerir gastos en mantenimiento. Un capital que se tendrá que desviar de inversiones

más productivas. Lo más probable es que todo ello se traduzca en una flexibilización de la política monetaria, y de las estadísticas del FMI se desprende que justo coincide con un momento en el que la tasa de desempleo es históricamente baja. Todo ello no hace sino cuestionar la senda futura del crecimiento chino.

Q

EN BASE A TODOS LOS ARGUMENTOS CITADOS, ¿UN INVERSOR PREOCUPADO DEBERÍA INCLINARSE POR LA LIQUIDEZ?

Si te preocupa la situación que atraviesa el mundo, la respuesta es que sí. Ahora, “¿liquidez en qué moneda?” Y a mí lo que me preocupa es que la mayoría de las divisas están atravesando una situación harto compleja. Estados Unidos acarrea un abultado déficit por cuenta corriente y un creciente déficit fiscal, en tanto que el dólar ha continuado su revalorización a costa de aumentar los diferenciales de tipos de interés. El aplanamiento de la curva de rentabilidades nos hace pensar cuánto tiempo podrá mantener el dólar su fortaleza.

Tampoco el panorama en la Eurozona parece muy halagüeño: populismo italiano, Brexit, revueltas en Francia... La proporción de deuda soberana nipona es muy superior a la de otras economías desarrolladas, por no hablar de las emisiones en China. En mi opinión, todas las principales divisas comparten la siguiente idiosincrasia: los tipos de interés están por debajo de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, lo que entraña dilución si se tiene esa divisa en cartera. En definitiva: aferrarse a la liquidez no nos ayuda a preservar el capital.

En 2012 Bridgewater Associates analizó 750 monedas que se habían creado a comienzos de 1700. El 80% había desaparecido. También se analizó la rentabilidad de

las principales divisas, las que representaban el 80% de la actividad económica mundial desde 1850 y las compararon con el oro. Todas y cada una de las divisas se han devaluado frente al oro. Lo justo sería comparar las rentabilidades de los títulos de deuda pública emitidos a corto plazo frente al oro. Bajo esa premisa, algunas divisas, incluyendo el dólar, sí que registraron un mejor comportamiento con respecto al oro, aunque de forma muy limitada. Lo interesante es que el mejor comportamiento se ha registrado en los periodos en los que dichas monedas estaban ligadas al oro. Dado que el oro era la tasa determinante que condicionaba el crecimiento de la oferta monetaria, los tipos de interés básicamente se componían de crecimiento de la oferta monetaria más un diferencial, lo que tuvo su reflejo en deuda pública a corto plazo.

A medida que el mundo se ha inclinado por divisas plenamente flotantes, hemos vivido constantemente periodos en los que los tipos de interés estaban por debajo de dicha tasa de crecimiento. Algo que ha sido especialmente acuciado después de la crisis financiera internacional. Durante los últimos 50 años, en Estados Unidos, el tipo medio de los fondos federales ha estado situado en un 5,3%, mientras que el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria ha estado situado en el umbral del 6,7%, frente al precio del oro (7,4%). En este entorno

Aunque el panorama de la inversión en la actualidad ha mejorado ligeramente, el panorama macroeconómico y geopolítico próximo puede oscurecerse o, al menos, no mejorar.

parece difícil mostrarse excesivamente constructivos con respecto a la liquidez. Los niveles de liquidez se han desplomado a causa de las turbulencias de los mercados, brindándonos oportunidades de inversión con descuentos interesantes. Sin embargo, el oro ha

repuntado en nuestras carteras, rozando el máximo de nuestras medias históricas. La escasez de liquidez coetánea al repunte del oro evidencia la paradoja en la que está sumido el mundo: un entorno de mercado que resulta atractivo y no atractivo al mismo tiempo.

Q

QUÉ CONCEPTO TAN INTERESANTE. ¿ATRACTIVO Y NO ATRACTIVO AL MISMO TIEMPO?

Hace años se llevó a cabo un experimento, denominado la paradoja de del gato de Schrödinger, ideado por un reconocido físico austríaco que apuntó a la posibilidad de contar con dos sistemas opuestos conviviendo al mismo tiempo hasta que uno de ellos colapsa y se transforma en su versión definitiva. Esa paradoja la podríamos aplicar al momento actual de los mercados, que resultan atractivos y no atractivos al mismo tiempo. Por un lado estamos asistiendo a un repunte de la volatilidad y una venta masiva de activos de riesgo, lo cual ha favorecido un entorno más favorable para invertir como consecuencia del desplome de las valoraciones. Lógicamente, el aumento de las oportunidades de inversión con precios descontados ha provocado una disminución de los niveles de liquidez en nuestras carteras. Sin embargo, poca atención se ha prestado a

la tendencia. A pesar de la ligera mejora en el entorno inversor, estamos asistiendo a un empeoramiento del entorno macroeconómico y de la situación geopolítica. O al menos no se está vislumbrando mejoría alguna. Es más, a pesar de que los precios han sufrido cierta corrección, todavía seguimos sin ver mucha latencia en las principales magnitudes a largo plazo. Si observamos las tasas de desempleo, que son el verdadero pulso de la confianza económica, éstas siguen, en todo el mundo desarrollado, muy por debajo de donde estaban en 2007, coincidiendo con el último pico del ciclo. Sólo en las áreas más profundamente tocadas, como Argentina o Turquía, se está percibiendo una disminución de la demanda. Por lo que, a pesar de las posibles oportunidades de inversión, podrían sucederse un gran número de acontecimientos adversos a futuro, lo que nos lleva a refugiarnos en el oro.

Q

DADA LA FALTA DE ATRACTIVO DE NUMEROSOS ACTIVOS Y LOS DIVERSOS RIESGOS DE ÍNDOLE GEOPOLÍTICA QUE HA ENUMERADO ¿QUÉ VISIÓN TIENE SOBRE EL AUMENTO DE LA EXPOSICIÓN AL ORO Y A TÍTULOS LIGADOS AL ORO, POR ENCIMA DEL UMBRAL HISTÓRICO?

Qué buena pregunta. Precisamente es algo que hemos debatido internamente. No tomamos decisiones a la ligera. Todo cambio lo sopesamos detenidamente. Sin embargo, no nos cerramos la puerta a un posible aumento de la exposición, dado

el panorama de riesgos al que se enfrentan los títulos de deuda pública. Recientemente, me reuní con Idanna, nuestra experta en bonos soberanos y divisas, y repasamos una a una todas las monedas, planteándonos dónde diversificar nuestras posiciones líquidas. Méjico está ofreciendo rentabilidades por encima del

crecimiento de la masa monetaria, con una moneda que se está devaluando, y tampoco podemos olvidar los riesgos que emanan de la nueva presidencia.

El problema es que las tendencias políticas son adversas y los tipos de interés reales están rozando mínimos en gran parte de las economías, tanto es así que no quedan muchas alternativas que resulten atractivas. Por lo cual, parece que el oro es el mejor

de los males. Lo bueno de la liquidez es que a corto plazo está exenta de volatilidad. El oro no conoce la volatilidad. Sin embargo, con el paso del tiempo, la volatilidad cobra menos importancia, mientras que la poca rentabilidad que reporta la liquidez frente a la oferta monetaria sí que importa. Nos planteamos el oro como una cobertura natural, pero realmente es dinero a largo plazo, con lo que nos encontramos en un dilema sobre lo que realmente hacer.

Q

USTED HA MENCIONADO QUE EN LOS FONDOS QUE GESTIONA, HA IDO CAYENDO LA LIQUIDEZ ¿DÓNDE HA ENCONTRADO OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN INTERESANTES?

Para nosotros la clave está en la selección. No hay que entender la disminución de las posiciones líquidas como un optimismo estructural por nuestra parte. La mezcla de valoraciones por encima de la media, un endeudamiento excesivo en términos globales, un techo en el ciclo económico, el auge del populismo y el envejecimiento de la población son el caldo de cultivo para una glaciación de la renta variable más que una nueva gran tendencia alcista. De hecho, esa glaciación ya se ha cernido sobre muchos mercados de renta variable en el mundo entero. A pesar de que el S&P 500 se ha situado dos tercios por encima de la barrera alcanzada en 2000 y 2007, si nos fijamos en el resto del mundo, la imagen es bien distinta. El MS CI EAFE ha vuelto a niveles de hace 20 años, en tanto que el Nikkei cotiza por encima de los umbrales alcanzados en 2000 y 2007, aunque sigue por debajo de los niveles de hace tres décadas. En Europa, el índice Euro Stoxx 50 queda muy por debajo de los picos alcanzados en 2000 y 2007. Por lo que no creemos que la presencia en renta variable en la próxima década, algo que muchos logran a través la mayoría de ETFs, sea la estrategia más exitosa.

Sin embargo, incluso durante el periodo en que nos adentramos de glaciación nominal para la renta

variable europea y nipona, es necesario adoptar una postura selectiva para poder asegurarse una rentabilidad real. Se trata de elegir las compañías adecuadas al precio justo. En Japón hay compañías como Shimano, FANUC o Keyence con un perfil de rentabilidad muy atractivo en las últimas décadas, a pesar del resultado mixto registrado por los parques nipones. En Europa, son compañías como Nestlé o Sodexo. Obviamente intentamos evitar compañías como Deutsche Bank, que ha ido en la dirección opuesta, rozando un mínimo histórico de las últimas décadas recientemente.

Incluso en Estados Unidos, la exposición a los mercados no resulta necesariamente tan atractiva como podría parecer a simple vista. El *Journal of Financial Economics* está a punto de publicar un artículo muy interesante de Hendrik Bessembinder, un catedrático de finanzas de la Universidad de Arizona, que ha analizado la rentabilidad de todos los títulos recogidos por la base de datos CSRP de Estados Unidos desde 1926. Del artículo se desprende que la mayoría de los títulos habían reportado una rentabilidad inferior a los bonos del tesoro estadounidense. Lo que pretende concluir es que a pesar de que el mercado en su conjunto ha registrado una mejor rentabilidad con respecto a los bonos del tesoro estadounidense, no todas las compañías lo han logrado. Algunas compañías han cerrado,

otras han quebrado. En el mercado estadounidense hay cierto sesgo de supervivencia. Un número reducido de compañías ha obtenido la rentabilidad que le ha permitido al mercado registrar un mejor comportamiento con respecto a los bonos del tesoro. Durante el mismo periodo, la liquidez en forma de dólar (bonos

del tesoro estadounidense) se ha comportado peor que el dólar. Lo que deja entrever que la mayoría de las compañías no han sido igual de buenas que el oro. Si recapacitamos, creo que esto clarificó cómo seleccionamos los títulos: intentamos seleccionar títulos que se asemejen al oro.

Q

¿A QUÉ CARACTERÍSTICAS SE REFIERE?

En vez de centrarnos en el crecimiento de ganancias a corto plazo, nos centramos en la persistencia y duración de la posición de mercado de una compañía. Cuando hablamos de oro, nos damos cuenta de que es imposible destruirlo; es el activo a largo plazo con mayúsculas. Queremos compañías que se le asemejen, que compartan dichas características, sustentadas en la fortaleza de su posición de mercado o en contar con activos tangibles o intangibles escasos, prácticamente imposibles de replicar.

Otra de las características del oro que intentamos replicar en nuestras inversiones en renta variable es la ausencia de gestión sobre el oro, o lo que es lo mismo,

En definitiva: lo que intentamos hacer es intentar replicar las características que hacen que algo sea “tan bueno como el oro” en vez de fijarnos en una inversión simplemente por su precio.

no hay emisiones de agencia. Los gobiernos tienden a recurrir al dinero fácil, igual que el sector privado. Nosotros ponemos foco en equipos gestores que consideramos disciplinados, que hacen un esfuerzo por hacer crecer su negocio a un ritmo comedido. En definitiva: lo que intentamos hacer es replicar las características

que hacen que algo sea “tan bueno como el oro”, en vez de fijarnos en una inversión simplemente por su precio. Cuando creemos que hemos encontrado un negocio con dichas características, intentamos comprar los títulos a un

precio razonable. La seguridad nos viene dada por una combinación de factores, por un lado: los atributos empresariales que aportan esa seguridad, y por otro, el precio en los mercados de renta variable.

Q

¿EXISTE ALGÚN SECTOR EN CONCRETO, PAÍS O TEMÁTICA DONDE HAYA TÍTULOS DE COMPAÑÍAS A PRECIOS DESCONTADOS, QUE GOCEN DE DICHAS CARACTERÍSTICAS QUE LOS HACEN TAN BUENOS COMO EL ORO?

Como inversores bottom-up no consideramos que las clasificaciones clásicas de los mercados (en sectores o países) sean una fuente de información muy valiosa que nos sirva para valorar la

calidad de un negocio. Dichas clasificaciones tienden a ser descriptivas, pero no informativas, o al menos no como para sustentar una decisión inversora. En la mayoría de los sectores y países conviven compañías fuertes que coexisten con otras más vulnerables. La

única diferencia es que los mejores negocios se perderán en el tiempo. Por ello, no tenemos ningún tipo de sesgo estructural hacia un sector o país en concreto. Nuestro sesgo vendrá determinado por las valoraciones y, puesto que las valoraciones evolucionan dentro de

los propios sectores y países, también lo hacen nuestras carteras. Últimamente hemos encontrado mejores oportunidades de inversión fuera de Estados Unidos, guiados por las valoraciones, pero no teniendo en cuenta ningún otro tipo de consideración.

Q

EN ESTE MUNDO TAN CAMBIANTE, DOMINADO POR LA GLOBALIZACIÓN, LA AUTOMATIZACIÓN DE FÁBRICAS Y LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN Y DE LA COMUNICACIÓN, EL RIESGO QUE EMANA DE LA DISRUPCIÓN ES CADA VEZ MAYOR. ¿NO ES CADA VEZ MÁS DIFÍCIL IDENTIFICAR LA PERSISTENCIA EMPRESARIAL? ¿CÓMO VIGILA EL EQUIPO EL RIESGO DE DISRUPCIÓN?

Todos somos conscientes del riesgo que entraña la disrupción; Internet está suponiendo una auténtica disrupción del comercio y los medios de comunicación, como ya sucedió con la industria del automóvil con los caballos y carruajes. El teléfono incidió negativamente sobre el correo postal. A lo largo de la historia de la humanidad se han vivido distintos episodios de disrupción. Sin embargo, nadie duda que ahora estamos infinitamente mejor. Y de ello se desprenden las cifras de crecimiento de la productividad mundial, rozando el año pasado 2%-3%. La cruda realidad que esconde el crecimiento de la productividad es que muchas de las compañías actuales no controlarán todos los beneficios a futuro porque se constituirán nuevas empresas, nuevas rutas de acceso a los mercados y nuevas tecnologías.

Son las leyes de Darwin en su máxima expresión: todo acaba desapareciendo, a excepción del oro. Los regímenes soberanos, las empresas, las divisas,

todo entraña un riesgo; a lo largo de la historia han ido desapareciendo a consecuencia de la disrupción. Entonces, cuando analizamos los negocios que hoy en día son “tan buenos como el oro” lo que pretendemos es identificar aquellos negocios que tardarán más en desvanecerse con respecto a la media.

Adicionalmente, buscamos una rentabilidad libre de flujos de caja que nos permita hacer frente al posible riesgo. Analizamos minuciosamente el ecosistema de una compañía a fin de conocer de primera mano el riesgo que emana de la disrupción, pero asumimos que en cualquier sistema donde haya productividad la disrupción creativa es una realidad. El ritmo de crecimiento de la productividad no es muy superior al de hace diez o veinte años, pero es posible que las fuerzas disruptivas hayan variado. Desde el punto de vista macroeconómico, acecha el populismo; mientras que en el plano microeconómico acecha la desintermediación de internet.

Una realidad del crecimiento de la productividad las compañías existentes hoy en día no controlará todos los beneficios en el futuro porque se crearán nuevas empresas, nuevos caminos hacia los mercados y nuevas tecnologías.

Q

HABLANDO DE DISRUPCIÓN, A LA HORA DE INVERTIR CADA VEZ SE TIENEN MÁS EN CUENTA LOS ASPECTOS SOCIALES Y MEDIOAMBIENTALES. ¿USTED TIENE EN CUENTA ESTAS CONSIDERACIONES A LA HORA DE INVERTIR?

Recibo esta noticia con alegría.

Ver una mayor concienciación entre la ciudadanía, preocupada por aspectos sociales y medioambientales. Vivimos todos en el mismo planeta y es nuestra obligación, individual o colectivamente, entregarle el planeta en el mejor estado posible a la siguiente generación. Cuando esbozamos nuestra filosofía inversora, enfatizamos conceptos como la persistencia y la sostenibilidad. Para nosotros cobran vital importancia los aspectos sociales, medioambientales y de gobernanza. Para nosotros, como inversores a largo plazo estas consideraciones son vitales. La gobernanza resulta vital. Intentamos mitigar los riesgos identificando equipos gestores que sigan patrones similares a sus fundadores, generación tras generación.

Otros ámbitos de los criterios ESG resultan más problemáticos: no queremos imponer nuestra visión sobre nuestros clientes, o que parte de los mismo imponga su criterio al resto de nuestros clientes. Buscamos compañías que operen en mercados legales, ya sea la industria del tabaco, alcohol, gasolina o carbón. Dichas compañías operan en algunas de las industrias más reguladas del mundo. Bien distinto sería si comenzaran a inmiscuirse en actividades ilícitas. Sabemos dónde trazar nuestras líneas rojas pero sin imponer nuestro criterio a nuestros clientes.

Permítanme darles un ejemplo que lo ilustre. En Francia, ven la industria del carbón como un sector excesivamente contaminante que hay que evitar a toda costa, y no así la energía nuclear. Francia es uno de los países más dependientes de la energía nuclear para la generación eléctrica, mientras tan sólo al cruzar la frontera, su vecino alemán

Todos compartimos el mismo planeta y debemos asegurarnos, individual y colectivamente, de entregárselo a la próxima generación en las mejores condiciones posibles.

ve las cosas totalmente diferentes. Alemania ha tomado la decisión de abandonar la energía nuclear como fuente de energía a consecuencia de las preocupaciones de índole medioambiental, y sin embargo siguen teniendo una dependencia excesiva del carbón quemado para abastecerse de energía eléctrica. ¿Quién lleva la razón? ¿Quién está equivocado? No creemos que esta decisión se deba de tomar a nivel de una cartera de inversión, y tampoco creemos que seamos las personas adecuadas para tomar una decisión así.

Otra consideración importante es que estos sectores ya existen hoy en día. Necesitamos petróleo, es la *commodity* que más se consume en el planeta; simplemente no podemos dejar de extraer petróleo de la noche a la mañana. La economía debería evolucionar con el paso del tiempo. La cantidad de personas que fuman, que consumen alcohol o conducen automóviles propulsados con gasolina hoy en día, con un claro reflejo

de que estos sectores existen en el presente y están sujetos a un marco legal y regulado. Tenemos que preguntarnos si las compañías que estamos analizando se comportan de forma responsable. A nuestro parecer, las compañías que tenemos en cartera están gestionando sus negocios de un modo responsable y son conscientes de que con el paso del tiempo tendrán que hacer frente a una transición. No tenemos ninguna especie de línea roja sobre negocios legales. Analizamos el comportamiento de las compañías por un lado, y, por otro, lo que están descontando los mercados de renta variable. En definitiva, todo se centra en la cuestión de la sostenibilidad y los riesgos futuros.

Q

EN EL CUARTO TRIMESTRE ASISTIMOS A UN DESPLOME DEL PETRÓLEO. EL PRECIO DEL BARRIL WEST TEXAS DESPLOMÁNDOSE Y ROZANDO UN TERCIO DE SU VALOR. ¿CUÁL ES SU VISIÓN A FUTURO SOBRE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y EL SECTOR ENERGÉTICO EN GENERAL?

El petróleo es una commodity y como tal, las *commodities* están expuestas a la volatilidad. Nunca hemos pretendido predecir la evolución de los precios del petróleo, no obstante, estamos asistiendo a una evolución del precio de éste, que hace que incluso las mejores compañías no resulten rentables y es posible que incluso siga subiendo. Esto es precisamente lo que sucedió en 2016, cuando tuvimos la oportunidad de comprar títulos de compañías de primera clase como ExxonMobil o Schlumberger, en un momento en el que sus valoraciones estaban en mínimos históricos. Una de las mayores complejidades que entraña el petróleo es su componente estructural ligado al entorno político. El petróleo es una de las *commodities* de mayor relevancia en la economía mundial; gran parte de las oscilaciones de precio

tienen un componente político. Por ende, a medida que el mundo se torna cada vez más enrevesado desde el punto de vista geopolítico, los precios del petróleo se pueden ver afectados por las acciones que lleven a cabo otros actores en el entramado geopolítico.

Con todo, las compañías que hemos incluido en cartera, o lo que es lo mismo: el top-diez de compañías como Exxon y Schlumberger son, en nuestra opinión, líderes incuestionables de la industria. Nos complace añadir a cartera compañías que son auténticos líderes de sus industrias en momentos de bajada de precios. Gozan de integridad endógena en un momento de incertidumbre exógena. Como inversores a largo plazo, ¿qué mejor momento para comprar títulos de las mejores petroleras del mundo? No se trata de hacerlo cuando suban los precios.

Q

COMO GESTOR DE CARTERA Y RESPONSABLE DEL THE GLOBAL VALUE TEAM, PARECE QUE TIENE SUFICIENTES MOTIVOS PARA QUITARLE EL SUEÑO. ¿HAY ALGO QUE LE AYUDE A DORMIR?

¡No es todo tan sombrío! Hemos hablado mucho de disrupción y del riesgo de desaparecer. Pues bien, si hay algo que no ha sufrido disrupción alguna, ni ha desaparecido con el paso de los años, es el ingenio de los seres humanos, su saber hacer. El ingenio humano es, sin lugar a duda, el activo intangible más valioso y escaso hoy en día. El aumento de la esperanza de vida, la capacidad de almacenamiento aparentemente ilimitada y de bajo coste, unida al movimiento de *sharing*, refleja el momento único que estamos viviendo en la

historia de la humanidad. En el pasado se perdió una cantidad ingente de conocimientos. Después de que se irguiera el Duomo en Florencia, a la gente se lo olvidó cómo construirlo. Ahora está todo categorizado, si bien es cierto que en ocasiones resulta difícil distinguir el grano de la paja. Por eso nos resulta harto complejo el fenómeno de las *fake news*.

Lo mejor que puedo decir es que la fuente de querencias y necesidades del ser humano es insaciable. Con el paso del tiempo, al necesitar menos recursos para producir los bienes que queremos consumir o los

alimentos que queremos comer, se crearán nuevos servicios. Fijémonos en el tipo de servicios que empleamos en nuestro día a día. Todo ha cambiado. La gente se vale de entrenadores personales, *chefs* que preparan kits de cocina para que terminen de cocinarla en casa, conductores de Über... La complejidad de la economía va a cambiar. La evolución es una parte intrínseca del ser humano. La productividad no ha parado, las compañías no han dejado de reportar beneficios. Los tres vértices del sistema siguen creciendo. La esperanza de vida aumenta incesantemente, hasta el punto de duplicarse en el último siglo.

Éste ha sido el mayor logro de la humanidad, y a ello han contribuido cosas tan básicas como ponerse el cinturón de seguridad.

Desde el punto de vista de las inversiones, lo más interesante es que los precios han bajado en la mayoría de las áreas. El precio es la pieza objetiva en todo esto, el resto es subjetivo. No podemos predecir el futuro. Los precios son, cuanto menos, algo mejores que en 2018. La situación de nuestra cartera ha mejorado con respecto al año pasado. Nos habría encantado estar mejor parados en un año en el que los mercados se han resentido, sin embargo, gracias a ello hemos podido tomar decisiones con respecto a nuestro capital en renta variable. En ese capítulo de nuestra cartera, donde nos preocupa más un desplome permanente y donde los mercados han caído más, nuestra posición apenas roza 1%. Por eso, cuando analizamos las participaciones que más han lastrado la rentabilidad de nuestra cartera, creemos que se debe principalmente a que los mercados están descontando el cambio de ciclo en ciertos sectores, previendo un entorno dominado por la recesión, que no sabemos si terminará produciéndose. Todo ello nos lleva a mantener una visión constructiva sobre lo que ya se ha descontado en nuestra cartera. En realidad, es positivo el aumento de la percepción del riesgo global porque nos garantiza cierta protección, la clave para conciliar el sueño en un mundo plagado de incertidumbres.

DISCLAIMER

La información contenida en este documento es adecuada a Diciembre de 2018.

Este documento ha sido emitido por First Eagle Investment Management, LLC y First Eagle Investment Management, LTD. First Eagle Investment Management, LTD autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido.

Este Documento tiene carácter meramente informativo y no constituye en ningún caso recomendación, solicitud, oferta o asesoramiento sobre inversiones. La información utilizada para la elaboración del presente Documento ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, no garantizándose su exactitud o concreción. Las previsiones están basadas en estimaciones, y no reflejan el efecto de factores impredecibles económicos o de mercado. La previsión de retornos no es garantía ni indicativa de rentabilidad futura, que puede diferir sustancialmente. Los datos, opiniones y estimaciones pueden cambiar sin previo aviso.

Este documento es para uso exclusivo de los clientes profesionales e intermediarios a los que se dirige. No está permitida su distribución entre el público general o terceras partes y no se autoriza el uso de la información proporcionada por cualquier persona distinta del destinatario.

Este documento no está destinado a ciudadanos o residentes de los Estados Unidos de América ni a ninguna "persona estadounidense", tal como se define en el Reglamento S de la SEC en virtud de la Ley de Valores de los Estados Unidos de 1933 y en el Folleto del fondo.

First Eagle Amundi, IIC de derecho luxemburgués registrada en CNMV con el nº 111. Amundi Iberia SGIIC, SAU, registrada con el nº 31 en el registro de SGIIC de CNMV, con domicilio en Pº de la Castellana 1, Madrid 28046, es la entidad comercializadora principal en España.