

INFORME DE GESTION 1^{er} TRIMESTRE 2022

CRIANZA DE VALOR PP

Real investment risk is measured not by the percent that a stock may decline in price in relation to the general market in a given period, but by the danger of a loss of quality and earnings power through economic change or deterioration in management.

Benjamin Graham

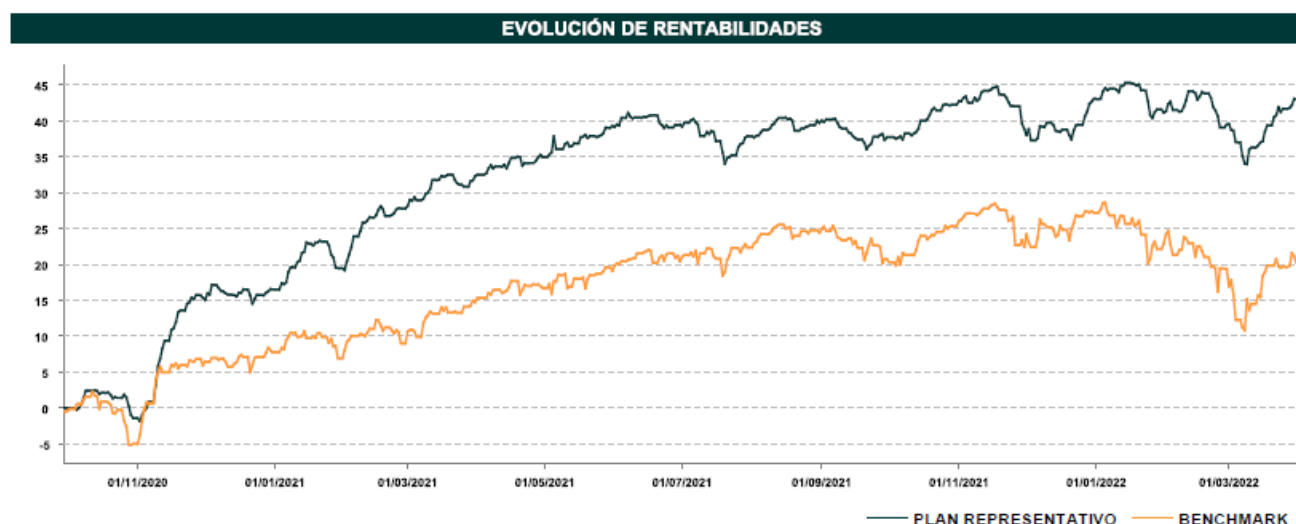
The time to buy is when there is blood on the streets, even if it's your own blood.

Nathan Rothschild, siglo XIX

1. Resumen ejecutivo

Este primer trimestre del año ha estado marcado por una doble convulsión, por un lado, el inexorable avance de la inflación que pasaba de ser transitoria a más bien persistente y por otro lado la invasión rusa de Ucrania, que ha supuesto un auténtico shock de oferta (sanciones) sobre un gran número de materias primas, especialmente energéticas.

El valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha caído un 0.09% en el trimestre. Nuestro fondo no es comparable a ningún índice de referencia (*benchmark*), ya que el objetivo del fondo es hacer crecer el valor liquidativo lo máximo posible con una volatilidad menor a la del mercado, aun así, se podría tomar una referencia que es la mezcla de un 85% del Eurostoxx 600 y un 15% del EONIA (ver gráfico adjunto).



Durante el trimestre tan volátil que hemos tenido, el *drawdown* máximo (la caída máxima) de Crianza de Valor 6.4% vs Eurostoxx 600 que tuvo un *drawdown* del 15.3%. A final de trimestre casi habíamos recuperado el nivel de cierre de año mientras el Eurostoxx sigue claramente en negativo (el MSCI Growth llevaba una caída acumulada del 18.1% en Euros y el MSCI Value un -9.0%). Aunque no podía saber que Rusia iba a invadir Ucrania el Fondo si estaba posicionado con cierta cautela por los niveles de valoración generales de las Bolsas y los “nubarrones” económicos que se estaban aproximando.

ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD

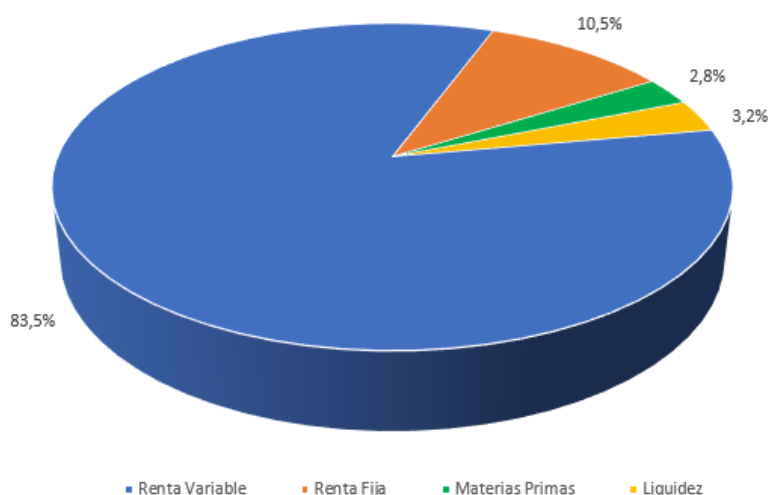
	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS
Rentabilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	2,48%	-0,09%	3,81%	8,09%	-0,09%	-	-	-
BENCHMARK	0,73%	-5,50%	-0,45%	4,77%	-5,50%	-	-	-
Volatilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	10,95%	9,39%	8,61%	7,69%	9,39%	-	-	-
BENCHMARK	24,02%	20,23%	16,56%	13,69%	20,23%	-	-	-
Ratio de Sharpe								
PLAN REPRESENTATIVO	3,23	0,02	0,98	1,13	0,02	-	-	-
BENCHMARK	0,41	-0,99	-0,02	0,39	-0,99	-	-	-

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, PP

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 84%, Renta Fija un 11%, Materias Primas un 3% y Liquidez un 3% (por la entrada de un traspaso externo justo en esas fechas, durante el trimestre ha estado ligeramente por debajo del 1% de media).

DISTRIBUCION DE INVERSIONES

a 31/03/2022



2. Evolución de la cartera de inversión

El valor de nuestra cartera ha caído un 0.09% en el trimestre. Los valores de la cartera han rendido como sigue:

<i>Franco Nevada:</i>	+10.6%
<i>La Muza sicav:</i>	+5.7%
<i>Abaco Global Opportunities:</i>	+3.8%
<i>Lift RVMixta:</i>	+3.5%
<i>Avantage Fund:</i>	+2.4%
<i>Aurora Investment Trust:</i>	+1.1%
<i>Crianza de Valor FP</i>	-0.1%
<i>Equam Incometric:</i>	-0.6%
<i>Pareto Nordic Credit:</i>	-0.7%
<i>Palm Harbour Capital:</i>	-0.8%
<i>Buy&Hold Deuda:</i>	-1.1%
<i>Protea NAO Sust. AM:</i>	-1.6%
<i>Fairfax India:</i>	-6.4%
<i>Myinvestor Value FI:</i>	-7.8%
<i>Trea RV Europa:</i>	-10.1%
<i>BB Biotech:</i>	-15.2%

3. Comentario sobre los valores de la cartera

3.1 El mejor valor de la cartera en el trimestre ha sido Franco Nevada, ha subido un 10.6%, se revalorizó un 14.8% (incluyendo un minúsculo dividendo del 0.1%) pero la divisa nos restó un 4.2%. Franco Nevada ha hecho lo que esperábamos de esta acción, que se comportase como refugio, sin perder capacidad de generar ingresos adicionales en el largo plazo. En una reciente presentación a inversores han confirmado que los años de vida de reservas medidas e indicadas (*M&I, measured & indicated*) han seguido creciendo de 28 años en 2021 a los actuales 32 años (las reservas probadas y probables, *P&P = proved & probable*, han crecido de 19 a 20 años). Esto nos permite estar invertidos a largo plazo con un socio con buenas reservas, fuerte opcionalidad de exploración (250 activos respecto de los 112 que están en producción y 43 que están en “ramp-up”), poco gasto fijo y poca deuda. A largo plazo un gran activo sin duda alguna (aunque en algunos casos haremos movimientos tácticos por valoración).

3.2 La segunda mejor inversión ha sido La Muza Sicav, que ha sumado un 5.7%. Los mejores valores han sido International Petroleum Co, Repsol, Metrovacesa, Unicaja y Qualitas; mientras los peores han sido Dominion, Gestamp, OHLA, Danieli y Dufry. Durante el trimestre han salido completamente de Daimler Trucks y de Fairfax Financial (en ambos casos por valoración), también han rotado la cartera vendiendo algo de Altri, Atalaya, Arcelor, Indra, Qualitas y Repsol, mientras han reforzado posiciones en Azkoyen, Cie, CAF, Elecnor, Galp y Metrovacesa. Las coberturas del trimestre pasado les han funcionado muy bien y, a finales del trimestre actual, han vuelto a comprar coberturas sobre índices a junio de 2022 para cubrir hasta un 30% de la cartera.

La inflación la ven acentuada por la guerra en Ucrania, que ha hecho que los precios de la energía se disparasen y llegasen a ser el 13% del PIB mundial, cuando normalmente pesaría un 6%, lo que históricamente ha acelerado la destrucción de demanda. Que la inflación termine enquistándose dependerá de las negociaciones salariales en los próximos trimestres. Adicionalmente la retirada de estímulos de los bancos Centrales y las subidas de tipos de interés les hacen estar muy cautos en general (razón por la cual han cubierto parte de la cartera).

3.3 El tercer mejor valor fue Abaco Global Opportunities, revalorizándose un 3.8%. Los mejores valores han sido Galp, International Petroleum y Golar LNG, mientras los peores han sido Burford Capital, DP Eurasia Y Gestamp. Han vendido completamente la posición en Teekay LNG (opa) y han comprado Diamond Offshore, Vidrala, Euronav y Verallia. La volatilidad se ha aprovechado para reducir posiciones en las compañías con algo menos de potencial (Atalaya Mining, AB Inbev, Aryzta, Galp, Ibersol) y para comprar aquellas que se han quedado rezagadas como Gestamp, Fresenius, Grifols, Inditex, Cie y Renault.

Los gestores piensan que la inflación es en parte coyuntural y otra parte se puede convertir en estructural, sobre todo si los salarios entran en espiral retroalimentada. Por ello los Bancos Centrales están tomando medidas como ir subiendo tipos de interés, que deberían afectar sobre todo a la parte larga de la curva de tipos. Este hecho debería llevar a un escenario de mayor volatilidad en los mercados, no exenta de oportunidades en sectores y geografías puntuales.

3.4 La siguiente posición ha sido Lift Renta Variable Mixta, que sumó un 3.5%. Los mejores valores han sido Bayer (+1.5% de contribución), BAT (+0.4%), Newmont Mining (+0.4%) y Molson Coors (+0.3%), mientras los peores valores han sido Talgo (-2.4% de contribución), Cellularline (-0.6%), Atos (-0.4%) y Danone (-0.2%). En cuanto a actividad no ha sido muy intensa este trimestre, sobre todo han aumentado el peso en el bono de Naturgy flotante (Euribor +1.65%) que sigue cotizando al 71% del par, también han comprado algo en Talgo que a valoraciones actuales les parece excesivamente barata y aunque sufran algo en cuanto al área de fabricación de trenes, está más que descontado.

Crean que la cartera está bien posicionada para navegar un escenario de inflación, ya que empresas como Danone o Unilever están siendo capaces de traspasar la inflación a sus clientes. También están aumentando peso en aquellas más estables que pueden generar caja en cualquier ciclo económico. No han tenido impacto directo de la invasión de Ucrania al no tener empresas de la región y las empresas globales que tienen en cartera tampoco tienen un gran peso en la zona.

3.5 Avantage Fund creció un 2.4%. Los mejores valores han sido las coberturas de tipos de interés (+4.3%), Ence (+1.5%), Cal Maine (+0.6%), Tesla (+0.4%), Alantra (+0.3%) y Suzano (+0.3%), mientras los peores han sido CIE (-1.1%), Talgo (-0.9%), Craneware (-0.8%), Fluidra (-0.6%) y Robinhood (-0.5%). Han vendido parte de las coberturas sobre índices para preservar la liquidez del fondo, también Umanis está en la rampa de salida ya que ha recibido una OPA que probablemente aceptarán. Por el lado de las inversiones, han entrado en Técnicas Reunidas y en Maire Tecnimont, ambas por buenas perspectivas para sus líneas de negocio (mayor demanda de capacidad y eficiencia energética) y por las reestructuraciones habidas en los últimos años.

El gestor opina que las políticas fiscales (la guerra también se libra en la economía) y monetarias seguirán siendo muy expansivas, la monetaria algo menos para no generar inestabilidad (inflación).

3.6 Aurora Investment Trust, ha subido un 1.1% en el trimestre, sin tener ningún impacto de la divisa. El movimiento más relevante del trimestre ha sido que han cerrado su cobertura sobre tipos de interés a mediados de febrero justo antes de la invasión rusa, multiplicando por casi 17x su precio de compra en unos pocos trimestres, con eso han aumentado su liquidez hasta casi el 22% de la cartera. Los peores valores han sido las dos líneas aéreas (EasyJet y Ryanair) que han sufrido la subida de precios en el corto plazo, aun así, piensan que a largo plazo tendrán que subir los precios de los billetes de avión, pero por su eficiencia operativa serán capaces de ganar rentabilidad relativa a la competencia. Han iniciado una nueva posición en AO World, una empresa de venta online de electrodomésticos en Reino Unido y Alemania, con una cultura empresarial extraordinaria (con un foco casi obsesivo en servicio al cliente) que creen que vale casi el triple del precio al que han sido capaces de comprar la posición.

3.7 Equam Incometric, ha caído un 0.6%. Las mejores empresas han sido KLX Energy Services (+67%), TGS Nopec (+56%) y Expro (+24%), mientras las peores han sido Sonans (-36%), RHI Magnesita (-26%) y TI Fluids (-25%). Han vendido algunas compañías que lo habían tenido una buena evolución en el trimestre como Euronav, Orsero y Takk; también han vendido Vivo e Intertrust que tenían sendas ofertas de compra y con los fondos han aprovechado para reforzar Applus, RHI Magnesita, TI Fluids, DFS y Elecpor. Han vuelto a incorporar Vopak a su cartera (ya la tuvieron en 2018-19), empresa operadora de terminales de combustibles y químicos, ya que vuelve a cotizar a unos ratios interesantes a largo plazo.

Los gestores esperan que la alta inflación obligue a los Bancos Centrales a subir los tipos de interés, lo que debería favorecer su estilo de inversión.

3.8 Pareto Nordic Credit, bajó un 0.7%. Los mejores valores han sido ICE Scandinavia Holdings floating marzo 2025, Color Group senior septiembre 2022, Crayon Group floating julio 2025 y Stockmann senior enero 2022; los peores valores han sido Oeyfjellet Wind septiembre 2026, Link Mobility diciembre 2025, Desenio Holding floating diciembre 2024 y Y-Saatio octubre 2026. En cuanto a actividad han comprado algo de deuda subordinada bancaria y de aseguradores con poca duración (<2 años) y han reducido crédito hipotecario residencial AAA, ahora mismo tienen bastante liquidez y están buscando ideas nuevas en empresas con poca duración y calificaciones cercanas al *Investment Grade*.

Esta posición ha demostrado su resiliencia ante la crisis, los países nórdicos han sido capaces de resistir relativamente bien con el Covid los últimos 2 años, la economía está bastante mejor que el resto de Europa y la cartera no tiene exposición directa a Rusia ni a Ucrania. El drawdown (caída) máximo ha sido del 1.6% en los momentos de mayor "pánico" en los mercados. Seguimos teniendo esta compañía que debería beneficiarse de la subida de tipos de interés y reducir la volatilidad general de nuestra cartera.

3.9 Palm Harbour Capital cayó un 0.8%. Los mejores valores han sido OCI (contribuyó un 2.0%), Boavista (+1.0%), Bayer (+0.8%) y DNO (+0.7%); los peores han sido RHI Magnesita (-1.2%), Esprinet (-0.8%), Danieli (-0.8%) y Jost (-0.7%). En cuanto a actividad han vendido sus posiciones en Befesa y en Wabtec por alcanzar casi sus precios objetivos mientras que han aprovechado las correcciones de la guerra en Ucrania para comprar Var Energi (una salida a Bolsa de activos petroleros en Noruega, parte del grupo ENI), Verallia (una competidora de Vidrala) y en la británica Wix (DIY retailer) ya que los ve muy baratos.

Aunque el cuerpo les pide tener valores más bien defensivos, están encontrando mucha empresa industrial europea a precios muy atractivos. Por ejemplo, nombran las caídas de sus participaciones en Esprinet (no han encontrado ninguna razón para las caídas) y Danieli (aunque tienen un 10% de sus contratos en Rusia, siempre cobran por adelantado, en el peor de los casos, se quedarían ese adelanto y mientras tanto tienen pedidos casi en máximos), por ello han comprado con las caídas en estos valores.

3.10 Buy&Hold Deuda ha recortado un 1.1%. los mejores valores han sido los bonos de Teekay y de Econocom (añadiendo un 0.1% cada uno) y los peores los de Wizink y Corestate (restando un 0.2% cada uno). Las principales desinversiones han sido bonos Owen Illinois 2024 y Econocom 2023, ambos porque después de su apreciación tenían una rentabilidad a vencimiento muy baja. Por el lado de las inversiones han comprado bonos de OHLA que están muy “olvidados” por el mercado y después de dar beneficios por primera vez en 4 años y haber reducido significativamente su deuda, siguen con una rentabilidad a vencimiento del 10%. También han comprado bonos de Softbank que tiene una muy sólida posición financiera con poca deuda sobre activos.

La guerra de Ucrania les ha afectado relativamente poco al no tener valores en cartera que se viesen directamente afectados. El impacto de la inflación si ha sido importante en todo el mercado de Renta Fija, con rentabilidades de bonos gubernamentales en máximos de 3 años. En el caso de Buy&Hold Deuda, han ido reduciendo la duración de la cartera a 1.2 años y no piensan alargarla en el futuro cercano.

3.11 Protea NAO Sustainable AM, restó un 1.6% en el período. Los mejores valores han sido Boskalis (le lanzaron una OPA a €32.50) y el sector farmacéutico (Sanofi, Roche y Novartis). Los peores valores han sido Verallia por la fuerte subida del precio del gas (su principal coste) y el sector financiero por la incertidumbre generada por la invasión de Ucrania. En cuanto a desinversiones han vendido Atos (en enero) por resultados flojos y falta de visibilidad y SSAB al acercarse a su precio objetivo. En febrero han estado aumentando peso en ING, Intesa y en Bankinter.

La guerra no les ha afectado mucho y no creen que les vaya a impactar mucho a su cartera (hay mucha visibilidad en el sector farma y en los temas de reciclaje). Lo que les preocupa mucho es la evolución de la inflación que puede tener consecuencias bastante negativas para los tipos de interés y la Bolsa en general, especialmente empresas con alto endeudamiento y valoraciones altas. La selección de valores cobrará más importancia todavía ya que la dispersión de rendimientos debería aumentar.

3.12 Fairfax India Holdings, ha caído un 6.4%, un 4.7% en moneda local (USD), hay que añadir la caída del 1.7% del cambio EUR-USD. Los mejores valores de su cartera han sido Sanmar, IIFL Wealth, NSE e IIFL Finance, mientras los peores valores fueron CSB Bank, Fairchem Organics y 5Paisa. A finales del trimestre el valor en libras de la empresa era de 19.77 USD que compara con un precio de mercado de 12.29 USD al final del trimestre, lo que significa que está cotizando a 0.64x Valor en libras.

En febrero completaron la inversión en Jaynix Engineering Private Ltd, en marzo acordaron vender el 9.8% de IIFL Wealth (tenían un 13.6%) por 191 millones de USD, la transacción se debería cerrar en el tercer trimestre de este año. Durante el trimestre también han seguido el programa de recompra de acciones de 1.9 millones de acciones compradas a un cambio medio de 12.65 USD.

3.13 Myinvestor Value FI, bajó un 7.8%. Los mejores valores han sido Hensoldt (+111%), Origin Enterprises (+17%), Coats (+12%), Econocom (+11%) y Faes (+8%), los peores han sido Electrolux (-33%), Husqvarna (-32%), Plastic Omnium (-27%), Magnesita (-26%) y Semperit (-23%). En cuanto a actividad han aprovechado para vender Hensoldt por la gran subida debido al anuncio de Alemania de rearmar su ejército, ya que la valoración se ha quedado muy ajustada. En cuanto a compras han aprovechado para iniciar una nueva posición en Henkel (oportunidad de reestructuración en una empresa con un balance sólido), también han reforzado la posición en las empresas que han caído injustificadamente (los detractores). No han tenido que vender ninguna compañía por problemas en sus tesis de inversión.

En cuanto a la situación bursátil, le recuerda mucho a la burbuja puntocom, por lo que las valoraciones de las empresas individuales van a ser otra vez el factor diferencial para conseguir performances positivas en los próximos años; en ese sentido ve que todavía queda bastante ajuste que hacer en muchas compañías definidas por la etiqueta *quality*, parte ya la hemos visto en el sector tecnológico. La corrección de la guerra en Ucrania le ha parecido similar a la corrección por Covid y han aprovechado para reforzar sus convicciones. A medio plazo les gustan las empresas que ahora mismo están sufriendo por la inflación, pero que podrán pasar esos mayores costes a sus clientes en los próximos trimestres.

3.14 TREA Renta Variable Europea, menos 10.1%. Los mejores valores han sido Bankinter (+0.33% de contribución), Aker BP (+0.31%) y Zurich Insurance (+0.22%), mientras los peores han sido Kion (-1.0%), Soitec (-0.55%) y Deceuninck (-0.5%). Los sectores que más aportaron pesan un 20% en cartera, pero por un tema de una venta forzosa de un accionista de Atalaya Mining, no han podido compensar los peores sectores, especialmente el industrial e industrial (pesa un 29%) que han sufrido por continuos problemas de suministro. Durante el trimestre han estado vendiendo tecnología (a principios de año bajaron un 5% el peso en cartera) e industriales (Airbus, Clasquin, IAG, Ryanair, todas por valoración) pero luego con las grandes caídas han vuelto a recargar en ASM Internacional y Kion Group especialmente.

Ven que parte de la inflación se debe a la falta de oferta y no tanto por un gran aumento de demanda, por tanto, según se resuelvan los cuellos de botella durante este año, en parte se relajarán las tensiones inflacionistas. Los bancos centrales están atacando el 30% extra de dólares EEUU y el 15% extra de Euros que se han imprimido en 2020-21 y que deben ser retirados. La inflación de materias primas, sobre todo energéticas, por la inelasticidad de demanda, incentivarán la destrucción de demanda y la mayor eficiencia a nivel industrial y del consumidor. Cree que los problemas de cadenas de suministro chino (lockdown de Shanghai) y la guerra en Ucrania pueden que retrasen la demanda latente.

3.15 BB Biotech, ha caído un 15.2% incluyendo la rentabilidad por dividendos del 2.8%, por tanto, la caída en precio ha sido del 18%. Aun así, la acción sigue cotizando con un 15% de prima sobre NAV, la razón más probable es que el sector Biotech está viendo un crecimiento menor y las empresas de Private Equity tienen mucho cash en mano, es altamente probable que veamos una aceleración de operaciones de M&A para conseguir crecimientos no orgánicos en el sector. BB Biotech ha vendido Nektar después del fallo del estudio de fase 3 de uno de sus medicamentos y han reducido algo su participación en Moderna. Tienen autorización para recomprar hasta un 10% de acciones propias, pero sólo lo harán a descuento sobre NAV, no a prima.

Los gestores no ven una gran disrupción de la guerra (Rusia y Ucrania no son grandes mercados farmacéuticos y las empresas del sector siguen vendiendo medicinas a ambas partes; lo que se ha frenado son los estudios de pacientes), tampoco la inflación debería ser muy relevante en su sector ni ven muchos problemas con las cadenas logísticas. La gran oportunidad que ven a media década vista es la terapia de edición génica (ellos están invertidos en una empresa que quiere erradicar la fibrosis quística con sólo un tratamiento de por vida, editando los genes, si sale adelante será un hito para la industria y la forma de afrontar sobre todo las enfermedades *raras*).

4. Inversiones nuevas en el trimestre

Según las frases célebres en el encabezado, a mediados de marzo estimamos que, al menos en el corto plazo, las Bolsas estaban descontando un escenario quizás demasiado pesimista y por tanto hemos hecho un par de compras tácticas:

4.1 Valentum Magno, es un fondo lanzado en 2020 por esta gestora boutique que conozco desde hace casi una década. Los gestores Luis de Blas, Jesús Domínguez junto con el analista Jan Roos tienen entre los 3 más de 40 años de experiencia en mercados financieros.

La filosofía de inversión de la gestora Valentum se basa en comprar empresas baratas por análisis fundamental que además tuviesen un catalizador que ayudase a aflorar el valor de la empresa. La parte principal se basa en hacer un intenso trabajo para conocer bien todas las variables importantes de las compañías candidatas a ser una posible inversión. Lo que hace al fondo Magno diferente de su otro fondo (Valentum FI) es que busca valores más líquidos y que se puedan optimizar sobre todo vendiendo opciones put y/o call, para cobrar primas adicionales, pero siempre desde un punto de vista fundamental. En mi punto de vista, los movimientos de Bolsa laterales con cierta volatilidad son un escenario muy bueno para este fondo y por ello hemos incluido este fondo en cartera.

La cartera de Valentum Magno está bien diversificada con unos 47 valores, con un 85% de exposición a Renta Variable y un 15% en liquidez. La cartera está a un PER de 11.4x, P/Valor Contable de 2.1x y una rentabilidad por dividendo del 1.5%.

Si quieren encontrar más información de esta gestora pueden encontrarla en su página web <https://www.valentum.es/> o en el siguiente link de la empresa de análisis Morningstar <https://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F000015AFJ>.

4.2 Lonvia Avenir Mid Cap Euro, para aquellos que ya llevan un tiempo invertidos en Crianza de Valor, lo conocerán. El fondo está a un ratio PER de 36.3x, un P/VC de 5.9x y una rentabilidad por dividendo del 0.5%. La cartera sigue bastante diversificada con 47 valores y la distribución de activos es un 95% en Renta Variable y un 5% en liquidez. Pueden encontrar más información en www.lonvia.com o en la web de Morningstar <https://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0000161L2>. La volatilidad en mercados nos ha dado una oportunidad de comprar el fondo cuando llevaba una caída aproximada del 20% este año, la estrategia general y el posicionamiento de la cartera me gusta bastante.

5. Desinversiones en el trimestre

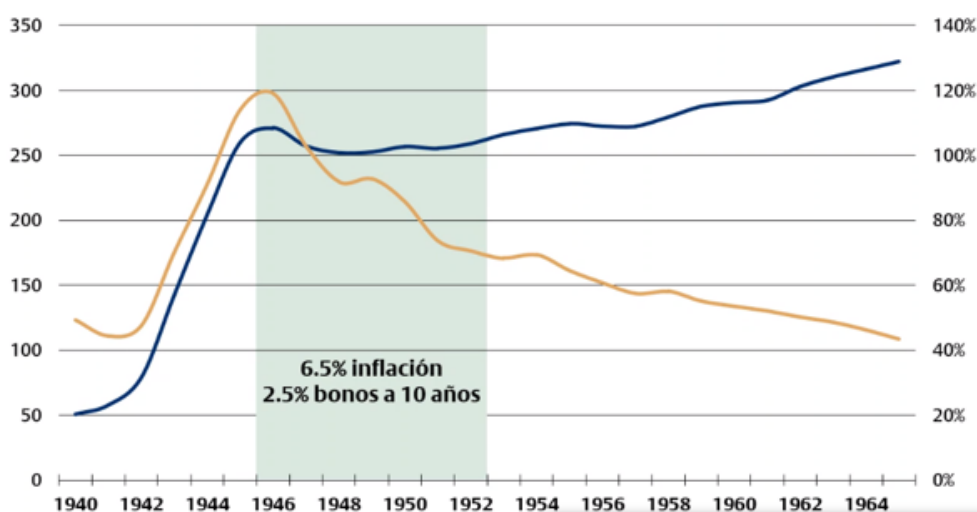
Ninguna

6. Perspectivas económicas

“Éramos pocos y parió la abuela”. Este dicho popular nos ilustra la situación extrema este primer trimestre del año. Con unas economías saliendo de la crisis sanitaria provocada por el Covid (que sigue teniendo efectos negativos sobre las cadenas de suministro a nivel mundial), la masiva impresión de dinero para salvar las economías de la recesión que ha alimentado una inflación que ha pasado a enquistarse más de lo deseado y va Rusia invade Ucrania y provoca la distorsión adicional en los precios de las materias primas, sobre todo energéticas. Durante el primer trimestre del año vimos al principio las mayores salidas históricas de Bolsa en EEUU (miedo a inflación, salida de unos 17 mil millones de USD en un mes) y luego cuando Rusia invadió Ucrania, las mayores salidas históricas de Bolsa europea (miedo a recesión por la alta dependencia energética de Europa respecto de Rusia, las salidas llegaron a ser de 15mil millones de USD semanales, casi el triple del pánico Covid 2 años antes).

Inflación, del total de la inflación se estima que entre el 1.0-1.5% puede ser por las disrupciones causadas por las cadenas logísticas, que aparte de un brote de Covid en varias ciudades chinas como Shenzhen (17.5 millones de habitantes, es un hub tecnológico en China) o Shanghai (unos 25 millones de habitantes). Una vez que la logística a nivel mundial se estabilice probablemente ese “extra” de inflación se pare. Para los eruditos en estadísticas el peso total del transporte en el PIB mundial es de aproximadamente el 5%, lo que más pesa es el transporte en camión (68%), paquetería (12%), transporte aéreo (10%), tren (7%) y marítimo (3%); el exceso de inflación para el transporte aéreo es del 320%, del marítimo el 230% y para los demás el exceso de inflación no pasa del 5%; por tanto cuando se normalice en transporte aéreo y marítimo, la inflación debería relajarse.

En cualquier caso, no olvidemos que los Estados en general llevan buscando la inflación desde el inicio de la Gran Crisis Financiera, imprimiendo moneda fiat como si no hubiese mañana... al final lo han conseguido y lo más probable que pase es algo parecido a la economía de EEUU a finales de los años 40 y principios de los 50 del siglo pasado (veamos el gráfico inferior).



La línea azul es la deuda total de EEUU desde el inicio en el período, mientras la línea amarilla es el ratio de deuda sobre el PIB, está resaltado en verde el período desde el final de la 2ª Guerra Mundial hasta el inicio de la guerra de Corea, en ella vemos que en términos reales la deuda bajó desde el 120% del PIB al 70% del PIB (¡que es casi una reducción de la mitad!).

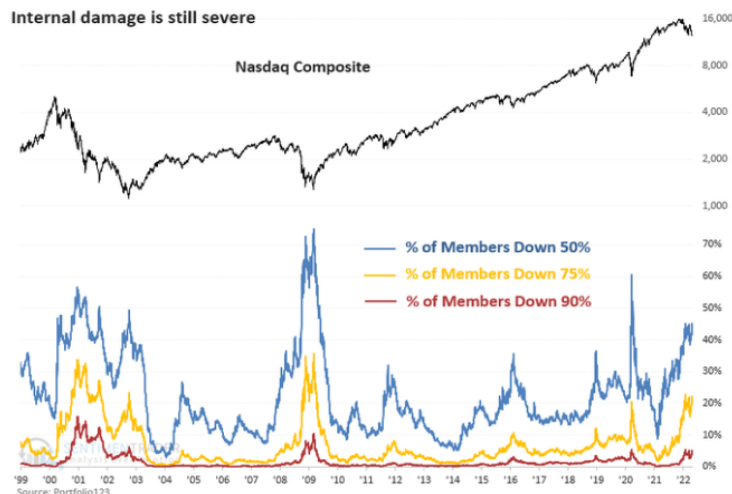
El gran problema de la inflación ahora mismo es que la gran mayoría de los inversores menores a 60 años no han visto pérdidas en los mercados de bonos de mercados desarrollados por una subida generalizada de tipos de interés. Casi ninguno ha puesto el foco en calcular si recuperarán el capital, en vez de calcular el retorno sobre el capital. No sabemos cómo actuarán ante esta situación, lo que puede llevar a picos adicionales de volatilidad.

El mercado descuenta actualmente que la Fed subirá tipos hasta casi el 3% en marzo de 2023 (lo que implicaría una subida parecida a 1994). En Europa, ahora mismo parece que las subidas de tipos deberían empezar hacia julio de este año.

Respecto de la economía, es probable que la economía americana siga relativamente más fuerte que la europea (el mercado laboral de EEUU no ha estado tan tensionado desde hace casi 50 años, no nos olvidemos de la *great resignation*), por tanto, el foco de la Reserva Federal estará más puesto en subidas de tipos de interés para enfriar la inflación. En Europa, por la mayor dependencia energética (sobre todo en cuanto a gas) y en partes del continente (más hacia el Sur) un mercado laboral apático hace que la inflación esté afectando más a las expectativas de crecimiento económico y, aunque el BCE tienda a subir los tipos de interés, no es tan probable un punto de vista tan *hawkish* como en EEUU.

Mercados

En algunas partes del mercado, estamos más inmersos en un mercado bajista de lo que mucha gente cree. P. ej., si nos fijamos en el índice Nasdaq (el del crecimiento), más de un 5% de los valores ha caído un 90%, más de un 22% han caído un 75% y más del 45% han caído un 50%. En la Bolsa de EEUU (NYSE), los valores que están registrando mínimos de un año son más del doble de los que están registrando máximos de un año, esto sólo había pasado anteriormente en la burbuja .com en diciembre de 1999.



Si nos fijamos en el mercado de bonos a largo plazo alemanes o estadounidenses (considerados sin riesgo de impago), llevamos caídas de más del 10% desde principios de año. ¡No se registraba un año completo con una caída simultánea tan fuerte de la renta variable y la renta fija mundial desde hacía más de 30 años!

Por ello, en mi punto de vista, es un momento de tener mucha paciencia y estar sobre todo posicionado en los activos menos preferidos en los últimos años (*Value*, Europa, valores de pequeña y mediana capitalización, duraciones cortas), mientras que los anteriores favoritos (*Growth*, EEUU, gran capitalización, duraciones medias y largas) deberían sufrir más por los grandes pesos en las carteras. También deberían sufrir las empresas que han estado la última década *optimizando* su coste de capital, ya que la tendencia de éste es de volver a aumentar.

Históricamente los precios de las materias primas en términos reales, especialmente de la energía, han estado inversamente correlacionados con los niveles de valoración de los demás activos financieros. Dicho de otra forma, la energía y materias primas baratas han favorecido altos niveles de valoraciones en los mercados financieros. Si sumamos esto a lo barato que ha estado el *dinero*, seguimos apostando por ser precavidos en términos generales. Veremos mucha volatilidad, eso seguro.

7. Varios

Sólo un ejemplo de lo que el inversor Vitaly Katsenelson llama *luxury beliefs* (ideas that make us feel good, but that fail upon contact with objective reality), sería algo así como creencias que nos permitimos el lujo de tener y nos hacen sentir bien, pero que no resisten la prueba del contacto con la realidad objetiva). El ejemplo es el siguiente: para la Junta Anual de Berkshire Hathaway, el accionista activista National Legal and Policy Center ha pedido separar la función de Presidente y Consejero Delegado en la empresa, ya que, citando a ciertos gurús de la gobernanza, creen que si las funciones siguen juntas en la misma persona, la estructura de gobernanza será más débil. Lo que básicamente implicaría que Berkshire debería despedir de Warren Buffett de una de sus funciones.

Es un ejemplo claro de ESG box ticking (algo así como rellenar el formulario de criterios ESG) sin estudiarse la empresa, su cultura empresarial y financiera ni mínimamente a fondo. Warren Buffett ha creado una estructura que ha generado más valor para sus accionistas manteniendo ambas funciones conjuntas que ninguna otra empresa, probablemente a nivel global, durante tantos años (desde 1965 hasta la actualidad).

Lo mismo ha estado pasando con muchas empresas en cuanto a muchos otros temas: por ejemplo se podría pensar en obligar a las petroleras a invertir en proyectos renovables con tasas de retorno de menos del 5% vs tasas de retorno del 20% en su negocio tradicional (ahora lo pagamos con unos precios de energía mucho más altos, el lujo de pensar que el petróleo y derivados no iban a hacer falta); por ejemplo podríamos pensar en cuotas para ciertos colectivos en los Consejos de Administración, sin tener en cuenta las cualidades para ese puesto de una o de otras personas (el lujo de pensar que da igual la calidad del Consejo de Administración mientras haya paridad de lo que sea, vamos bien)...

En fin, esperemos que el sentido común, el menos común de todos los sentidos en las últimas décadas, renazca de sus cenizas, como el Ave Fénix.

Atentamente

Christian Freischütz
Ennos Value EAF, S.L. (#228 CNMV)
Asesor del Fondo de Pensiones Crianza de Valor