



RENTAMARKETS NARVAL: INFORME 2018

Estimado cliente,

El año 2018, primero de vida de nuestro fondo, ha sido el año del VIXplosión, de la aniquilación de las criptomonedas, del susto de Italia, del holocausto de las divisas emergentes, de la guerra comercial, del latigazo en bonos corporativos, de la renta fija en pérdidas, del auge, caída y rebote del petróleo y del colapso del cuarto trimestre. Un entorno así exige que los inversores actuemos con flexibilidad. Si las circunstancias del mercado cambian, el nivel de riesgo de la cartera también debe hacerlo. *Flexibilidad* significa ser más defensivos cuando las probabilidades de perder dinero crecen y más ofensivos cuando las de ganarlo se ponen de nuestro lado.

El fondo cerró 2018 con una pérdida final del -11,27%.¹ El Stoxx600 cerró el año con una caída del -10,77%, el Eurostoxx50 del -12,46%, el DAX30 del -18,81%, Ibex35 del -12,65%, el S&P500 del -5,75% y el Nasdaq100 del -1,00%.² Aunque el espectro geográfico del fondo es europeo (incluyendo inversiones fuera de la zona euro) adjuntamos la rentabilidad anual de índices de otras geografías con fines ilustrativos.

A la vista de estos resultados queremos resaltar que, aunque nuestro objetivo es buscar altas rentabilidades a largo plazo, **no debemos ser insensibles a las pérdidas sufridas en el corto**. El objetivo de este informe, además de resumir el año 2018, es explicar los aspectos diferenciales de nuestra estrategia de inversión, basada precisamente en la idea de que para ganar mucho es necesario no perder mucho.

Nuestra cartera en 2018 – Qué hemos hecho y por qué lo hemos hecho

La tradición militar prusiana del siglo XIX estuvo marcada por los preceptos de su teórico más importante, Carl von Clausewitz, y de su obra maestra *De la guerra*. Clausewitz afirmaba que ninguna otra actividad humana está tan universalmente ligada a la casualidad como la guerra. Décadas después, Helmuth von Moltke, arquitecto de la máquina militar que posibilitó el nacimiento de Alemania, añadió que ningún plan previo es capaz de sobrevivir al primer contacto con el ejército enemigo. El arte de la guerra no está sometido a reglas ciertas, lógicas y de precisión matemática. Al contrario: se trata de un conjunto de movimientos tácticos envuelto en una permanente niebla, que sólo puede ser dominado con flexibilidad, capacidad de adaptación y suerte.

Conviene revisar el concepto de guerra prusiano al repasar lo ocurrido en los mercados durante 2018.

Veníamos de un 2017 bastante bueno para las bolsas. La renta fija había permanecido en calma y los datos macro, que apuntaban a un crecimiento sincronizado en todas las economías del

¹ Rentabilidad de la clase A, comercializable, después de comisiones.

² La rentabilidad de los índices incluye la reinversión de los dividendos. Fuente Bloomberg y Stoxx.com.



mundo, auguraban un 2018 excelente. Estas buenas expectativas se hicieron notar y durante las primeras tres semanas de 2018 el Stoxx600 se revalorizó casi un 4%, continuando con el movimiento alcista iniciado a mediados de noviembre. Durante los primeros momentos de vida del fondo fuimos lentamente creando cartera con empresas – como H&M, Swiss Re y BMW – que cumplieran nuestros criterios de inversión: valoraciones atractivas, poca deuda y altos dividendos. Parecía que íbamos a poder ir construyendo la cartera poco a poco, en un entorno tranquilo de mercado.

Pero, como señaló von Moltke, ningún plan previo sobrevive al primer contacto con el enemigo. Desde los últimos días de enero, en apenas dos semanas, los mercados perdieron casi todo lo ganado durante el año anterior. La volatilidad había vuelto, como dijimos al comienzo de nuestro informe del primer trimestre de 2018: *Durante el primer trimestre del 2018 hemos visto cómo la volatilidad volvía de golpe a unos mercados financieros que, poco a poco, van anticipando el giro progresivo hacia políticas monetarias convencionales por parte de los bancos centrales. Los mercados, al igual que los equilibristas circenses, se sienten más cómodos actuando en niveles más bajos cuando ven que les están quitando la red. Entendemos que el movimiento bajista que hemos visto en la renta variable durante los primeros meses del año responde a la búsqueda de un nuevo nivel de equilibrio. El cambio en las políticas de los bancos centrales va a afectar a todos los mercados tarde o temprano y en mayor o menor medida. La clave, una vez más, está en la volatilidad. Si las políticas monetarias no convencionales que han guiado al mercado durante los últimos casi diez años la habían suprimido, es de esperar que en el nuevo entorno ésta reaparezca. En otras palabras, creemos que estamos entrando en una nueva etapa que estará marcada por un nivel de volatilidad superior al de la etapa anterior. No es una coincidencia que durante este primer trimestre de 2018 la volatilidad haya reaparecido en la renta variable, en la renta fija (tipos de interés) y en el mercado de divisas.*

Cerrábamos el comentario trimestral haciendo referencia a la importancia de la flexibilidad en nuestra estrategia de inversión: *En el nuevo entorno que hemos dibujado a lo largo de este informe, hay dos clases de activos que serán especialmente útiles durante los próximos meses. El primero es la liquidez. El segundo son las coberturas y protecciones compradas.*

Continuamos durante el segundo trimestre advirtiendo explícitamente que *en una etapa del ciclo bursátil tan avanzada como la actual, las buenas oportunidades [de inversión] no abundan.* En un entorno tan optimista como el de mediados de 2018 nuestro posicionamiento seguía siendo moderado: manteníamos un nivel de inversión del 80% y poco a poco íbamos acumulando protección contra los crecientes riesgos del mercado. En este trimestre abrimos posiciones en valores como Sanofi, Adecco y Boskalis, gracias a sus caídas en precio, y vendimos Enagás y REN.

En el tercer trimestre las condiciones del mercado empezaron a cambiar. Los índices permanecieron estables gracias a los valores de mayor peso, pero muchas de las compañías de menor ponderación sufrieron fuertes descensos. En términos generales, las valoraciones de las bolsas mejoraron. Los datos macro seguían siendo positivos y, por primera vez en muchos años, se hablaba de *inflación de costes* en los resultados trimestrales de las empresas. En este contexto redujimos el peso en posiciones defensivas que se habían comportado muy bien (saliendo de Sanofi y Suez) y lo incrementamos en nombres más cíclicos. Las nuevas incorporaciones a la



cartera fueron Inchcape, Imerys, Valeo, Schaeffler, Covestro, Atlas Copco, Thyssen y ABN Amro. Adquirimos también BNP Paribas y Banco Santander para posicionarnos en el sector bancario, pues creímos que iba a beneficiarse de unas condiciones financieras más benignas. A la vista de lo ocurrido durante el último trimestre del año, este movimiento resultó ser incorrecto.

Durante el cuarto trimestre, el mercado volvió a hacer saltar por los aires los planes previos. La bolsa corrigió con fuerza por miedo a una desaceleración económica mundial con epicentro en China. Muchas líneas de producción europeas empiezan o terminan en China y la globalización ha tendido un puente entre nuestras dos economías. Medio mundo terminó amenazado por la sombra de la recesión. Los indicadores de liquidez se deterioraron con rapidez. El menor crecimiento económico y la menor liquidez rebajaron de golpe las expectativas de inflación, ayudadas por el colapso del precio del crudo. El cambio de signo del cuarto trimestre respecto al primero fue repentino y total. Volatilidades, correlaciones y posicionamientos explotaron de golpe. La mayor parte de activos financieros cerraban el año con pérdidas, después de uno de los peores trimestres de la historia para los activos de riesgo. Acabamos el año de la misma forma en que lo abrimos: la volatilidad volvió a los mercados.

Como ya hemos dicho, 2018 fue un mal año para el fondo y para las bolsas, especialmente en los últimos meses. La rentabilidad final del fondo fue del -11,27%. Durante el cuarto trimestre caímos un -7,73% mientras que el Stoxx600 perdió un -11,57%. De máximo a mínimo, el fondo cayó un -12,37% frente al -16,05% del Stoxx600.

Varios motivos explican el mal comportamiento del fondo:

1. La concentración de *profit warnings* nos afectó con dureza en el segundo trimestre (BIC, H&M, BT Group y Aggreko, entre otras).
2. El descenso de la liquidez en valores pequeños generó caídas y fuertes vaivenes en empresas como Laurent-Perrier, Halfords y STÖ, especialmente durante el tercer trimestre.
3. Las fuertes caídas de las bolsas del cuarto trimestre afectaron en mayor o menor medida a todas las empresas cotizadas.

Nuestro posicionamiento de partida asumía que las condiciones de mercado alcista iniciadas en 2011 iban a continuar. En ese entorno, la estrategia adecuada consiste en concentrar pesos altos en ideas de elevada convicción, con un cierto sesgo favorable hacia compañías medianas y pequeñas. Conforme 2018 avanzaba, nos dimos cuenta de que las condiciones de mercado estaban cambiando, por lo que fuimos replanteando este posicionamiento inicial: de manera progresiva redujimos la concentración de la cartera y nos centramos en empresas más grandes y líquidas. Como dijimos al principio, la flexibilidad implica cambiar los posicionamientos conforme los hechos y circunstancias del mercado cambien.

Las coberturas de riesgo de mercado, aunque restaron rentabilidad durante la primera mitad del año, protegieron al fondo de una parte significativa de la caída de las bolsas durante el cuarto trimestre. Las coberturas de divisas fueron también efectivas. Durante el cuarto trimestre vendimos las posiciones de BNP Paribas y Banco Santander al alcanzar el máximo nivel de



pérdidas que estábamos dispuestos a soportar, en concreto 40pb. Al comprobar que nuestra tesis de inversión en bancos era errónea, este movimiento evitó pérdidas mayores.

Evitar pérdidas mayores es, precisamente, el objetivo de nuestra estrategia de control de riesgos. Damos por hecho que en el futuro tomaremos decisiones de inversión incorrectas, pero éstas serán soportables si limitamos las pérdidas que causen. **Las buenas estrategias de gestión del riesgo no son las que simplemente lo eliminan, pues esto afecta negativamente al retorno potencial de la cartera, sino las que lo controlan dentro de los límites de lo recuperable y de lo soportable para el inversor.** Teniendo en cuenta que al cierre del tercer trimestre el nivel de inversión del fondo era del 96%, la estrategia de control de riesgos del fondo en 2018 ha permitido mantener las pérdidas dentro de estos límites, aunque no hayamos sido capaces de esquivarlas por completo.

Durante los últimos días de diciembre, en plena histeria, el precio de nuestras coberturas se apreció sustancialmente, mientras que algunas de nuestras acciones sufrieron caídas importantes. Dado que **la valoración es un principio que aplica tanto a acciones como a coberturas**, aprovechamos entonces para rotar la cartera y vendimos coberturas caras para comprar acciones baratas. Incrementamos nuestro nivel de riesgo en un entorno de pánico, el cual ponía las probabilidades de ganar dinero de nuestro lado. Con ese mayor nivel de exposición entramos en 2019.

Nuestra filosofía de inversión

Nuestra filosofía de inversión se resume en que **para ganar lo máximo posible a largo plazo hay que perder lo mínimo posible a corto.** Por ello nuestra estrategia se sostiene en dos pilares: uno que busca la rentabilidad a largo plazo y otro encargado de controlar el riesgo a corto.

De lo primero se encarga nuestra cartera de empresas. Nuestro objetivo con ella es obtener rentabilidades superiores a las de las bolsas a medio y largo plazo. Para construirla aplicamos las técnicas y herramientas de análisis de la Inversión Valor. La Inversión Valor aporta un marco que permite analizar la totalidad de una empresa, desde la situación competitiva de su sector hasta la calidad de su información contable, pasando por la estimación del riesgo financiero y la sostenibilidad del dividendo, entre otras muchas cosas. Aporta, además, un elemento muy importante, la valoración, que nos aparta de los activos sobrevalorados y centra nuestro capital en otros con precios más atractivos. A largo plazo, el precio de la acción termina por reconocer el valor real de la empresa, haciendo que el inversor gane dinero por el camino.

Pero **la Inversión Valor tiene una enorme carencia; al estar centrada únicamente en la búsqueda de rentabilidad no sirve para gestionar el riesgo.** Es cierto que propone tres herramientas para controlarlo: diversificar la cartera entre varias empresas para reducir el riesgo de concentración, comprar empresas baratas para reducir el riesgo de valoración y mantener un saldo de caja que varía en función del número de oportunidades de inversión que encuentra. Las tres se comportan con dignidad en un entorno normal de mercado, siempre que la volatilidad sea baja y las caídas se mantengan contenidas en torno al 15% (por poner un nivel



aproximado de referencia). Sin embargo, si las caídas son superiores, como pasó en la recta final de 2018, estas tres herramientas fallan:

1. La diversificación sólo funciona si reduce el factor de riesgo común a todas las empresas cotizadas (el llamado *Equity Risk Premium* o *factor bolsa*). Limitarse a acumular muchas empresas diferentes es inútil, pues todas ellas comparten un factor de riesgo común que en periodos de crisis hace que las correlaciones entre todas ellas crezcan. En la práctica, cuando las correlaciones suben, es lo mismo invertir una pequeña cantidad entre muchas empresas que invertir mucha cantidad entre pocas empresas. Lo importante es diversificar los factores de riesgo, no los activos, y esto no se puede conseguir con carteras únicamente formadas por empresas.
2. Comprar empresas baratas tampoco protege de las caídas fuertes. Lo barato se vuelve más barato y lo más barato se vuelve baratísimo. Las valoraciones de las empresas, durante los pánicos, no son capaces de fijar un suelo a las cotizaciones, por lo que no son una buena herramienta de protección del capital en procesos de correcciones severas.
3. La caja, por robusta que sea, no suele ser suficiente para amortiguar las pérdidas de la cartera de empresas. Un fondo de inversión, por folleto, ha de tener al menos el 75% de su capital invertido en acciones. Ante una pérdida cuantiosa en este 75% de poco sirve mantener un 25% de liquidez.

Se entiende así que las tres herramientas de control de riesgos típicas de la Inversión Valor dejan de funcionar en el momento en el que más se necesitan: cuando hay una crisis. Funcionan bien, en cambio, cuando las caídas son pequeñas. ¿Es útil una estrategia de gestión de riesgos que sólo sirve cuando los riesgos son bajos? No. Es necesario, por tanto, completar la estrategia Valor con una otra que controle los riesgos del mercado, especialmente cuando éstos se manifiestan con violencia. Aquí entra en juego nuestro segundo pilar básico: nuestra estrategia de control de riesgos.

La estrategia de control de riesgos del fondo tiene dos patas. La primera es la **utilización de opciones como coberturas**, directas e indirectas, las cuales se aprecian exponencialmente cuando el precio del activo subyacente cae (son activos genuinamente antifrágiles; es decir, aquellos que se aprecian durante las crisis). La segunda es la **flexibilidad respecto al tamaño de las posiciones** de la cartera de empresas, sobre el que aplicamos estrategias activas de gestión del riesgo (*risk control* y *money management*) que normalmente son ignoradas por la comunidad *value*. La experiencia indica que el tamaño que tiene una posición es un factor mucho más importante que su precio a la hora de controlar su riesgo total.

Ambas patas tienen un denominador común: el corto plazo. Las opciones tienen fecha de vencimiento; después de esta, no valen nada. Exigen, por tanto, una gestión dinámica que permita extraer todo su valor antes del vencimiento y que nada tiene que ver con el clásico *comprar y mantener*. Por otro lado, la volatilidad implícita, uno de los principales factores que afecta al valor de las opciones, tiende a revertir a su media. Así que cuando la volatilidad se aparta mucho de ella, es necesario reaccionar con rapidez antes de que la reversión a la media ocurra. Por otra parte, el tamaño de las posiciones debe ser modificado con rapidez para sacar



provecho de los vaivenes del mercado. Se trata de una decisión táctica cuyo objetivo es mejorar el binomio de rentabilidad y riesgo de la cartera en un entorno cambiante.

Nuestra estrategia Valor, a la hora de seleccionar empresas, piensa únicamente en el largo plazo (3-5 años de media); el corto no existe para ella. Por eso no es adecuada para gestionar los riesgos que aparecen siempre en el corto plazo. Dicho de otra forma, si a la hora de analizar empresas la Inversión Valor acusa al mercado de ser miope y demasiado cortoplacista, a la hora de gestionar riesgos la Inversión Valor es claramente hipermétrope. De ahí que la unión que planteamos en nuestro fondo sea tan sinérgica, tan compatible y tan necesaria. La gestión activa, tanto del retorno como la del riesgo, no está reñida con la inversión a largo plazo, pero exige una puesta en práctica muy diferente a la del *comprar y mantener*. Lo que estamos planteando es que **la realidad del mercado es mucho más compleja que lo que sugiere la teoría tradicional de la Inversión Valor**. Es esta combinación de Inversión Valor y gestión activa del riesgo lo que hace que nuestra estrategia sea diferente a la de otros inversores.

Nuestra relación con la volatilidad

Nuestra cartera de empresas, al igual que cualquier otra cartera formada aplicando la Inversión Valor, genera retornos demasiado volátiles. Esto se debe a que las empresas baratas son, por definición, las que no cuentan con la simpatía del mercado. Suelen ser compañías castigadas por algún problema coyuntural, que viven momentos de incertidumbre y cuyas noticias son siempre leídas en clave negativa.

Mantener limitada la volatilidad de una cartera es importante por tres motivos:

1. **La volatilidad es un impuesto invisible que reduce la rentabilidad de los inversores en el largo plazo.** Una leve caída del 5% necesita una subida posterior del 5,26% para recuperar. Si la caída es del 10%, necesitaremos un 11,11%. Con cada punto adicional de caída necesitamos una subida proporcionalmente mayor para recuperar. Ese es el impuesto de la volatilidad que va en contra de la acumulación de retornos elevados en el largo plazo. Estas pequeñas caídas acontecen constantemente, pero pasan desapercibidas porque su impacto diario es pequeño; sin embargo, a largo plazo, su efecto acumulado merma excesivamente la rentabilidad.
2. **Cuanto mayor es la volatilidad de una cartera, mayores son sus pérdidas de máximo a mínimo** (es decir, su *drawdown*). Y cuanto mayor sea el *drawdown*, mayor es el impuesto de la volatilidad (para recuperar pérdidas del 50% son necesarias subidas posteriores del 100%). La volatilidad, como vemos, se lleva siempre su tajada a costa del inversor, tanto en las pequeñas caídas como en las grandes.
3. **Cuanto mayor es un *drawdown*, mayor es la probabilidad de que el inversor se ponga nervioso y sus emociones le empujen a cometer un error.** Nuestra estrategia de inversión, en vez de confiar en nuestra capacidad para apartarnos de nuestra condición humana, la asume. Limitamos el impacto negativo de las emociones limitando la volatilidad, en vez de intentar limitar nuestra condición humana.



Existe una célebre máxima entre los inversores valor que asegura que la volatilidad es nuestra amiga. Nuestra concepción del *value*, sin embargo, nos hace más críticos a la hora de elegir a nuestras amistades. Sabemos que la volatilidad permite, a veces, comprar buenas empresas a buenos precios, pero siempre exige una contraprestación. Nuestra estrategia de control de riesgos mantiene los niveles de volatilidad y su peaje en un rango asumible.

Perspectivas y posicionamientos

Terminábamos la primera sección de este informe diciendo que durante la recta final de 2018 redujimos el peso de las coberturas, disminuimos el saldo de liquidez del fondo y tomamos nuevas posiciones en compañías cíclicas y excesivamente castigadas. Parte de este movimiento lo hemos financiado con dinero ganado al mercado, pues durante el pánico de diciembre pudimos vender parte de nuestra protección a precios muy altos, obteniendo unas plusvalías que reinvertimos en esas empresas.

Aunque las caídas de final de año han hecho aparecer buenas oportunidades de inversión, **diferenciamos dos mercados muy distintos dentro de la renta variable europea**. Por un lado, hay ciertos sectores, como alimentación, consumo no discrecional y tecnología, que presentan valoraciones excesivas y bajas rentabilidades por dividendo, y que se encuentran envueltas en un entorno de peligrosa complacencia. Otros, en cambio, como **automoción, distribución y ciertos nichos del sector químico, ofrecen valoraciones atractivas y altas rentabilidades por dividendo**. Terminamos el 2018 y entramos en el nuevo año firmemente posicionados en los segundos.

Mientras escribimos este informe, los precios de las coberturas se están abaratando gracias al rebote de las bolsas iniciado a finales de diciembre. Cuando éstas alcancen niveles de valoración atractivos volveremos a incrementar su peso en cartera. Nuestro perfil de compañías actual tiene un cierto sesgo cíclico y, por tanto, volátil. Es cierto que esta cartera nos proporcionará elevadas rentabilidades a largo plazo, pero a cambio de soportar altas dosis de volatilidad a corto. Para limitarla, como ya hemos dicho, es imprescindible seguir manteniendo activa la estrategia de control de riesgos en la que el uso de derivados como protección tiene un papel esencial.

Nuestra línea de actuación en 2019 continúa reflejando esta sinergia entre cartera de empresas atractivas, estrategia de gestión de riesgos y flexibilidad en la gestión.

José Díaz y Juan Díaz-Jove