

TRAGEDIA

No cabe calificar de otra manera la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Aunque no entra dentro de nuestras funciones extendernos en asuntos geopolíticos, el dolor que está causando esta incalificable acción militar nos obliga a manifestar nuestro total rechazo a la agresión y nuestra absoluta solidaridad hacia quienes están sufriendo las trágicas consecuencias de esta brutalidad.





EL CONTEXTO ECONÓMICO DE LA GUERRA EN UCRANIA

Descartada la acción militar, Europa trata de combatir a Moscú mediante sanciones económicas. Paradójicamente, la principal fuente de riqueza del gobierno agresor y gran ayuda para financiar la guerra, son los combustibles fósiles que, en importante medida, adquieren los países de la Unión Europea. Y la dependencia hasta ahora de la UE de estos suministros limitan las posibles sanciones a quien quiere castigar. Se complica así el objetivo de presionar social y económicamente a Putin. Rusia produce el doble de los recursos que consume, exportando el excedente principalmente a la Unión Europea. Por el contrario, Europa apenas produce un tercio de lo que consume, necesitando importar la diferencia.

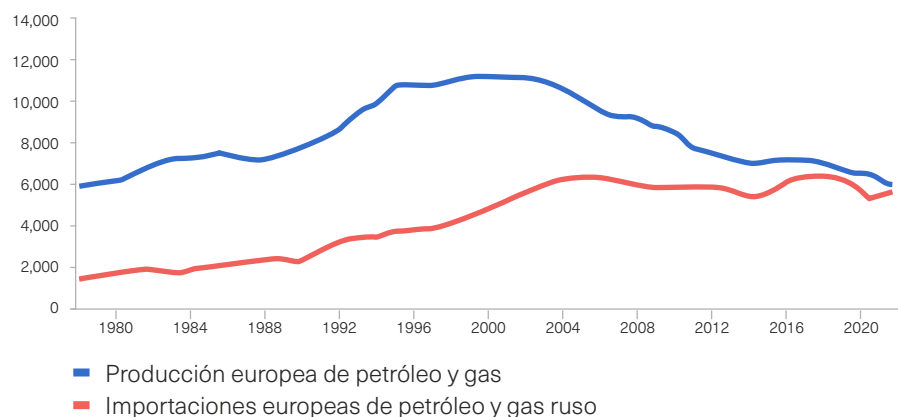
Como señala Howard Marks, la economía es la ciencia de “elegir”. Hay pocas verdades absolutas que ofrezcan sólo consecuencias positivas, sin la contrapartida de otras negativas. La mayoría de las decisiones implican compensaciones. En cualquier caso, las consecuencias negativas aparecen frecuentemente sólo “cuando baja la marea”.

Europa lleva más de 20 años rechazando hacer inversiones en combustibles fósiles, lo que explica el claro trasvase entre la producción de petróleo propio (en niveles mínimos de 40 años) a importaciones extranjeras, concretamente rusas. Sumemos a estas iniciativas el rechazo a la energía nuclear por parte de Alemania y el resultado es un incremento sustancial en la dependencia de los hidrocarburos rusos.

DEPENDENCIA EUROPEA DE LA ENERGÍA RUSA

Miles de barriles diarios equivalentes de petróleo.

Fuente: BP, Gazprom, Eurostat, Perovic et al., Russia Federal Customs Service. Journal of Policy Analysis and Management calculations 2021, Oaktree Capital Management.



A los políticos les conviene culpar de las subidas de precios generalizadas en los últimos meses a la guerra, pero el problema es de base. Años de expansión fiscal y monetaria, así como la demonización de los combustibles fósiles son la base de los problemas actuales. Los resultados de estas políticas se empezaron a ver en 2019, pero entonces llegó el Covid y la solución fue apagar ese incipiente fuego con más gasolina. El parón mundial provocado por la pandemia, ha actuado como cortina de humo, pero a medida que vamos



volviendo a la normalidad se comienzan a ver las consecuencias. Rusia ha podido ser la chispa que provoque la detonación, pero es una situación cuyo origen tiene años de decisiones políticas dudosas. Culpar a la guerra de la situación que estamos viendo nos parece una declaración más hipócrita que miope.

EL TRASVASE DE DINERO EN LOS MERCADOS

En los mercados cotizados, el trasvase de dinero de un activo a otro es una de las variables clave en las oscilaciones de los precios. Los mercados de deuda han estado durante muchos años subiendo (recibiendo dinero), fenómeno acentuado en la pandemia con estímulos extraordinarios por parte de los bancos centrales. Ha sido uno de nuestros ejemplos habituales en lo que al encarecimiento artificial de un activo se refiere.

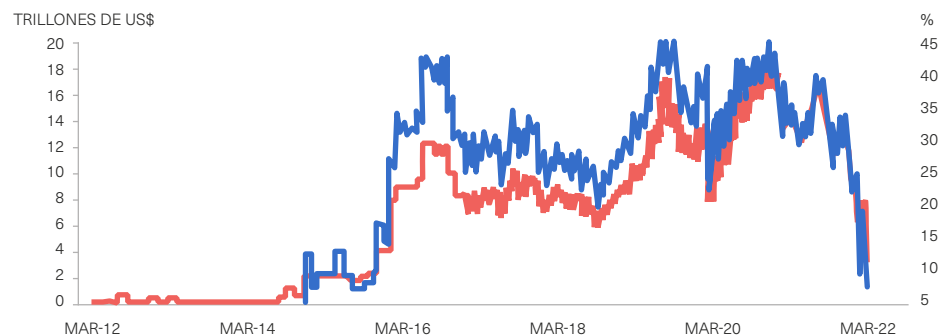
En lo que llevamos de 2022, los bonos del tesoro estadounidense han registrado uno de los peores retrocesos de su historia, con una caída del 10% en el primer trimestre, ocasionada por los miedos a la inflación y subidas de tipos.

Así, la deuda con rentabilidades negativas, una aberración financiera consecuencia de años de “*Quantitative Easing*”, ha disminuido más de 80% desde su máximo de \$18 trillones en 2020.

LA EXPANSIÓN MONETARIA

- Capitalización de mercado de la deuda con rentabilidad negativa...
- ...como porcentaje de la deuda pública global

Fuente: BofA, Bloomberg



Y ahora que el mercado de deuda ha caído ¿es una buena inversión comprarla con rentabilidades entre el 1% y el 2,5%? ¿Sería mejor dejar el dinero en efectivo? Más de dos tercios de los países desarrollados tienen una inflación superior al +5%. España se lleva la palma, con su dato adelantado de marzo en un +9,8%. Con los tipos actuales de la deuda y las perspectivas de inflación, la rentabilidad real hace que la pérdida de poder adquisitivo sea notable.

Las circunstancias mandan, y en las actuales, mantener dicho poder adquisitivo vuelve a ser relevante. Por eso diciembre y enero fueron muy beneficiosos para la inversión en valor, porque las dinámicas volvían a normalizarse. Pero el dinero ha dejado de fluir hacia las compañías generadoras de caja y con precios atractivos a partir



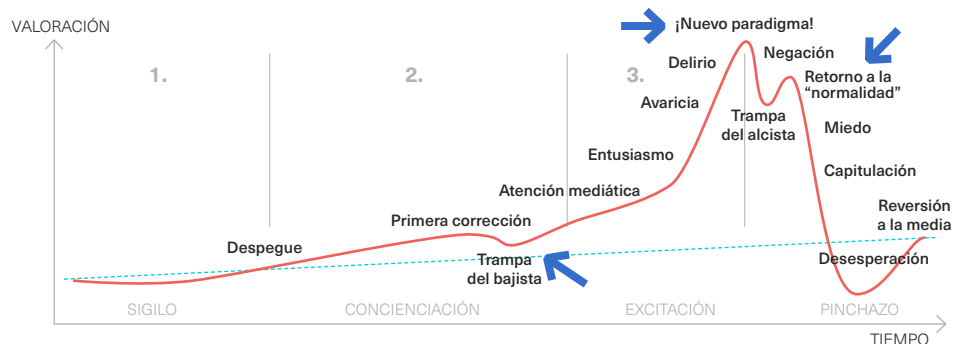
de febrero. Con la guerra ha vuelto el miedo y con éste la búsqueda de refugio. Esta protección en los últimos años se ha buscado en el mercado por excelencia, Estados Unidos, y especialmente en su “niña bonita”, el Nasdaq.

¿Es la decisión adecuada? A continuación, presentamos cuatro gráficas donde la primera muestra las fases y emociones de cualquier burbuja en términos “académicos”. Las otras tres son ejemplos reales de: (2) el Crack del 29, (3) la Burbuja Puntocom y (4) el Nasdaq hoy. Los parecidos, las similitudes, entre los casos reales y la grafica teórica son sorprendentes.

1. BURBUJAS

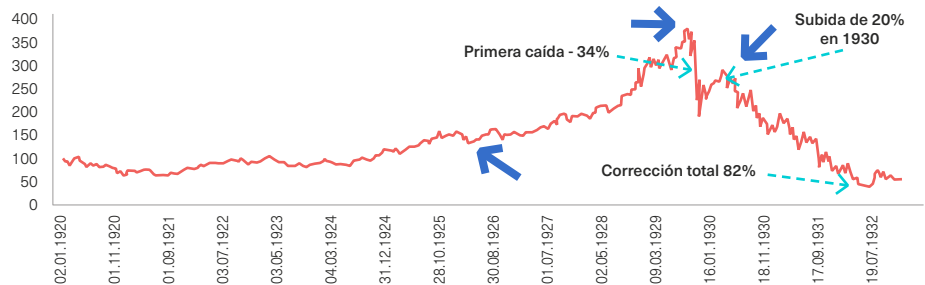
Fases y Emociones

- 1. Dinero inteligente
- 2. Inversores institucionales
- 3. Inversores minoristas



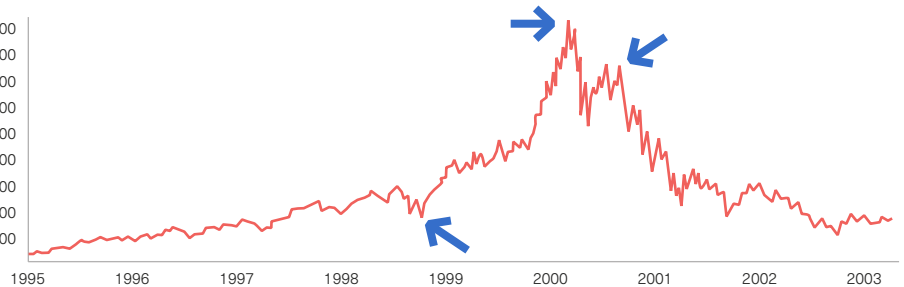
2. CRACK DEL 29

Índice DJIA



3. BURBUJA PUNTOCOM

Índice Nasdaq Composite



4. NASDAQ HOY

Índice Nasdaq Composite



Fuente: StockCharts.com, Investing



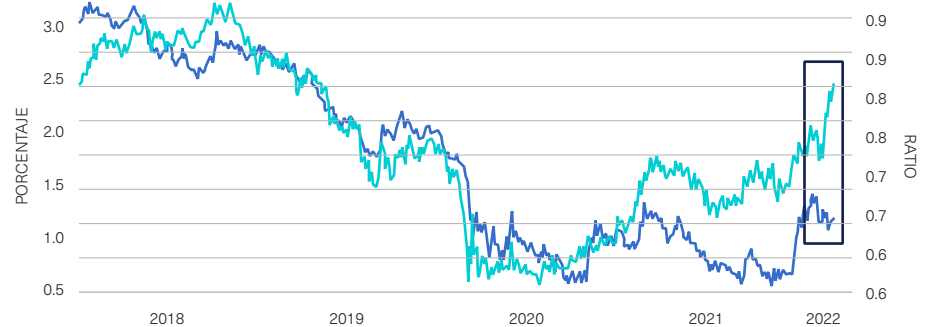
Si pensamos que la guerra acabará, en las circunstancias económicas en las que estamos, lo normal será que se normalice la política monetaria. Con ello, las compañías baratas y generadoras de caja brillarán en detrimento de las caras y consumidoras de capital. El sentido común así lo dicta y a lo largo de la historia es lo que ha sucedido en situaciones similares.

INVERSIÓN EN VALOR

Tras un arranque de año esperanzador, la inversión en valor ha tenido un leve retroceso en marzo respecto a las compañías de crecimiento y la renta fija. Como se ve en el siguiente gráfico, el incremento de rentabilidad del bono americano a 10 años (caída de precio), causó una salida de capitales desde la renta fija con destino hacia la renta variable, especialmente a compañías “value”. En el mes de marzo, a raíz de la guerra, esa rotación se vio afectada y la incertidumbre ha provocado que los inversores vuelvan a los activos considerados refugio.

BONO ESTADOUNIDENSE Y COMPAÑÍAS DE VALOR EUROPEAS

- MSCI Europa Value / MSCI Europa Growth
- Rentabilidad del bono 10 años estadounidense



Fuente: Bloomberg (datos a 29/03/2022)

El Nasdaq ha repuntado un 13% en la segunda mitad de marzo. En el mismo periodo Tesla, una de las compañías que más influye en el mercado hoy por hoy, ha subido más de un 40%. Creemos que ello es puro sentimiento y no responde ni a movimientos lógicos ni a circunstancias del negocio o la compañía.

Antes mencionábamos las consecuencias de la dependencia energética exterior que estamos sufriendo con Rusia. Es aplicable a ciertas dinámicas que tienen que ver con el medioambiente, la electrificación, y otras tendencias donde a veces el deseo y la imposición política van más rápido que la realidad tecnológica, económica y social. En este sentido queremos explicar nuestra tesis de inversión en un fabricante de componentes de automóvil alemán, al que el mercado trata de manera opuesta a Tesla, pero que a nosotros nos parece la manera lógica de jugar la transición en una industria como la automovilística. Del motor de combustión al eléctrico.



Schaeffler es uno de tantos ejemplos de compañía familiar (75% del accionariado) que piensa de manera estratégica, con el foco puesto en el largo plazo. Es conocida por sus rodamientos y mecanismos para el sector del automóvil. Su exposición al motor de combustión interna (menos de la mitad de las ventas) es la única fijación del mercado.

La compañía tiene tres divisiones: Industrial, Automoción y Postventa. La división Industrial nada tiene que ver con el motor de combustión. Fabrican sistemas mecanizados para la industria. Los últimos años ha ido cogiendo peso hasta suponer más de un tercio del beneficio operativo, unos €600 millones según nuestras estimaciones. Los competidores de dicha división, SKF o RBC Bearings, han cotizado de media por encima de las 8x EV/Ebitda. Aplicando ese múltiplo a la división de Schaeffler se justifica el 85% de su valoración hoy, y nos quedan aún dos tercios (€1.400 millones) del Ebitda.

El mercado sólo ve “Motor de Combustión Interna” para una compañía que ha generado los últimos dos años (2020 y 2021) más del 20% de su valor empresa (“EV”) en Flujos de Caja Libre.

Dicho de otra manera, las otras dos divisiones (Automoción y Postventa), cotizan a 0,5x EV/Ebitda para completar su valor empresa de €5.700 millones.

En esta parte denostada de la compañía hay que destacar que el 44% de las ventas de 2021 (€8.440 millones) de la división de Automoción, no tienen relación con el motor de combustión interna. De hecho, en 2021, Automoción se adjudicó proyectos en el segmento de E-mobility por €3.200 millones, un 32% de los pedidos del año.

La división de Postventa está 100% expuesta al motor de combustión interna, y el mercado descuenta que no será capaz de reinventarse. Vemos poco probable afirmar que en 10 años no quedarán coches de combustión interna en el mundo (no que no se vendan). Para ello, aparte de no vender un solo coche más, habría que vender unos 130 millones de coches eléctricos por año para reemplazar la actual flota mundial de 1.300 millones de vehículos. En 2021 se vendieron a nivel global 67 millones de coches, de los que el 10% fueron eléctricos.

Y aquí, de nuevo, vuelve el trasvase de dinero. Admitiendo que Tesla sea un gran coche con una gran tecnología, no tiene ningún sentido el precio al que cotiza, pero el mercado no ve más allá de “Coche Eléctrico Líder”. El contrario pasa aquí: El mercado sólo ve “Motor de Combustión Interna” para una compañía que ha generado los últimos dos años (2020 y 2021) más del 20% de su valor empresa (“EV”) en Flujos de Caja Libre. **Schaeffler** está centrada en “exprimir” sus negocios maduros para financiar los negocios del futuro. El mercado exagera no dando casi valor a la división de automoción y postventa por lo que, siendo muy ácidos en nuestras estimaciones, creemos que esta compañía tiene un valor intrínseco que es el doble de su precio actual.



La guerra vuelve a poner en duda la recuperación del sector automoción que lleva en horas bajas desde el 2017. Somos conscientes de los retos e incertidumbres a los que se enfrentan las compañías del sector, pero estamos convencidos de que, en este tipo de casos, y ante tal castigo de la valoración, la paciencia y la disciplina darán sus frutos.

Aviso legal

Invexcel Patrimonio, EAF, S.L. ("INVEXCEL") ha preparado este documento que se presenta exclusivamente para fines informativos. El documento refleja la opinión de INVEXCEL a la fecha indicada en el mismo, por lo que es susceptible de cambio sin previo aviso. La información y opiniones contenidas en este documento se han obtenido de fuentes públicas consideradas fiables pero que no han sido sometidas a ningún tipo de certificación independiente; no se garantiza que esta información sea exacta o completa y no se admite ninguna responsabilidad en este sentido.

Ninguna información contenida en el presente documento debe interpretarse como asesoramiento o consejo, como una oferta o recomendación para la adquisición o venta, o para realizar cualquier otra transacción de títulos o instrumentos financieros. El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, ya que éstos no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja, y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Este documento incluye, o puede incluir, información o consideraciones referidas a futuro. Esta información o consideraciones no representan pronósticos ni presupuestos, son ejemplos puramente ilustrativos que podrían no concretarse. El rendimiento real de una inversión puede diferir materialmente de las expectativas debido al impacto negativo de ciertos riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes inherentes a la inversión en valores.

Este documento no se ha recopilado para ser distribuido ni utilizado por ninguna persona física ni jurídica que sea ciudadano o residente o tenga sede en alguna jurisdicción donde se prohíba dicha distribución, publicación o uso. Los receptores del presente documento o quienes finalmente obtengan copia o ejemplar del mismo, se convierten en responsables de tener conocimiento de dichas restricciones y cumplirlas.

INVEXCEL, sus directores, empleados, accionistas, asesores o cualquier otra parte relacionada, no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño, directa o indirecta, consecuencia del uso de este documento o de su contenido.

Este documento no puede reproducirse, total o parcialmente, sin la autorización expresa de INVEXCEL.