



ARGOS

ARCA GLOBAL A

CARTA A LOS ARGONAUTAS- MARZO 2019

León a 1 de Abril de 2019

Queridos Argonautas:

El 16 de Diciembre de 2010 inició su camino el fondo anterior con un valor liquidativo de 10€ por participación. A 30 de Noviembre de 2018 representaba una ganancia del +38,23% sobre el valor inicial y desde el 1 de Diciembre de 2018 hemos continuado la ruta en el fondo **ESFERA I ARCA GLOBAL A** (en adelante “Argos”). A 31 de Marzo el valor liquidativo- histórico- es de 14,310605€ (o, en liquidativo del ARCA: 103,115957€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+43,11%** y en lo que va de año en **+6,02%**. El mes de Marzo ha visto caídas en el mercado nacional- y subidas en los mercados internacionales- y el Argos, con el peso de liquidez que tenemos actualmente, ha seguido subiendo. Al igual que en otras ocasiones los movimientos a corto plazo sólo sirven de distracción. La situación sigue complicada y por ello seguimos concentrados en el margen de seguridad y lo que os pueda insistir en la disciplina inversora sigue siendo fundamental.

La siguiente tabla compara el valor liquidativo del Argos con los principales índices:

| | IBEX 35 | Ibex35 con div | IGBM TOTAL | S&P 500div | EuroStoxx50 div | ARGOS ARCA GLOBAL A |
|-----------------------|---------|----------------|------------|------------|-----------------|---------------------|
| De inicio a 31-3-2019 | -7.69% | +37.57% | +43.61% | +171.26% | +60.22% | +43.11% |

Si hacemos la comparación viéndola en euros, tenemos que 100.000 euros invertidos en los índices o en Argos serían a esa misma fecha:

| | IBEX 35 | Ibex35 con div | IGBM TOTAL | S&P 500div | EuroStoxx50 div | ARGOS ARCA GLOBAL A |
|-----------------------|-----------|----------------|------------|------------|-----------------|---------------------|
| De inicio a 31-3-2019 | 92.307,92 | 137.567,63 | 143.608,28 | 271.261,71 | 160.218,13 | 143.106,05 |

Los datos de los índices están ajustados por dividendos y splits. Los datos de Argos Arca Global A son después de comisiones y gastos. Datos no auditados. Fuente www.finance.yahoo.com y www.bolsasymercados.es

COMENTARIO GENERAL

“Descendiendo al ejemplo concreto, los austriacos defendieron la abusiva subida de precios de habitaciones que aconteció tras el atentado del 11-S, cuando se decretó el cierre de terminales aeroportuarias y cientos de personas se quedaron en la necesidad de un techo bajo el que pasar la noche; unas decisiones que ni Molina, ni Salas, ni Lugo [está hablando de algunos escolásticos de Salamanca, nota mía], ni los escolásticos tomistas españoles validarían como justas. Los comerciantes de manera indebida y viciosa simplemente estimaron individualmente mirando el conseguir el máximo lucro posible, y dada su situación de ventaja negociadora, fue bastante, mientras que ya se ha indicado cómo Molina, lejos de lo que erróneamente le atribuye Hayek, instaba a la estimación común consideradas las circunstancias concurrentes, en ese caso, una situación catastrófica en el que unos terroristas secuestraron unos aviones y los estrellaron contra dos grandes torres, dejando tras de sí muchos muertos, miedo e indefensión. ¿Era el momento de frotarse las manos y aprovecharse subiendo escandalosamente los precios por habitación o deberían haber pensado en común y respetado los precios ordinarios, o incluso bajarlos para ayudar a alojar a la gente necesitada de asilo?”

*Daniel Marín Arribas
Destapando el liberalismo- SND Editores, pág. 53*

“Tomad el ejemplo de Daily Journal Corporation. Hicimos unos pocos millones de dólares durante el máximo de los desahucios porque nosotros publicamos noticias legales y dominábamos la publicación de noticias de desahucios durante la peor recesión del sector inmobiliario en la historia de los tiempos modernos. Y podríamos haber subido nuestros precios en ese momento y haber hecho más decenas de millones de dólares de beneficios. Pero no lo hicimos. Imagina, tus conciudadanos están perdiendo sus casas en la peor recesión y ‘el mil millonario Charlie Munger sube precios’. Hubiera sido horroroso en la primera página del periódico (si la gente hubiera leído la historia). ¿Deberías haberlo hecho, haberlos subido? Y la respuesta es NO, por supuesto que no. Warren siempre dice que probablemente siempre es un error casarte por dinero y que es realmente estúpido si ya eres rico.”

Charlie Munger Full Transcript 2019 Daily Journal, pag 8

“Compré mi primera acción en, probablemente, Abril de 1942 cuando tenía 11 años. Y entonces, bueno la Segunda Guerra Mundial no se veía tan bien en aquel momento, quiero decir, las perspectivas no eran buenas. Ya saben, no nos estaba yendo muy bien en el Pacífico. No estoy seguro de que incluyera esa situación en la compra de mis tres acciones. Pero quiero decir, sólo piensen en todas las cosas que han sucedido desde entonces, ¿saben? Armas atómicas y grandes guerras, presidentes dimitiendo, y todo ese tipo de cosas... inflación muy elevada en ciertas épocas. Abandonar lo que estas haciendo bien sólo por ciertas estimaciones de lo que puede ocurrir en alguna cosa macro simplemente no tiene ningún sentido para nosotros.”

Warren Buffett- Chairman’s Letter to Berkshire Hathaway Shareholders 1994

“Si hacemos un poco de matemática en la parte de atrás de la servilleta nos dice que esas cuentas o fondos para la jubilación están invertidos al menos al 50% en fondos de acciones indexados. Alguno de vosotros os estaréis preguntando ‘¿Cuál es el problema? Todos esos fondos índice han recuperado. Todo el mundo ha vuelto donde empezó [se refiere a recuperar las pérdidas, nota mía].’

No tan rápido, Jack. Como he dicho en otras ocasiones hasta que los lectores están cansados de oírlo, los mercados bajistas (y la pequeña caída de Diciembre difícilmente se calificaría como tal) que no están acompañados por una recesión tienen recuperaciones en forma de V. Que es exactamente lo que hemos tenido.

Los mercados bajistas que son acompañados por una recesión necesitan mucho tiempo para recuperarse y suelen tener pérdidas en el rango entre -40% a -50%. Una pérdida del 50%

requiere una ganancia del 100% para recuperar el nivel anterior. Eso necesito unos cinco años desde el mínimo del último mercado bajista.”

John Mauldin- Thoughts From The Frontline 8-Marzo-2019

“La valoración de títulos o negocios con objetivo de inversión siempre ha envuelto una mezcla de factores cualitativos y cuantitativos. En un extremo el analista exclusivamente orientado a los factores cualitativos diría, ‘Compra la empresa correcta (con las perspectivas adecuadas, las condiciones de industria favorables, la dirección, etc.) y el precio se hará cargo de sí mismo’. Por otro lado, el defensor del aspecto cuantitativo diría, ‘Compra al precio correcto y la compañía (y la acción) se hará cargo de sí misma’. Como tan a menudo ocurre el agradable resultado en el mundo de las acciones puede hacerse dinero con cualquiera de los dos enfoques. Y, por supuesto, cualquier analista combina los dos en cierta medida- su clasificación en cualquiera de esos enfoques dependerá del peso relativo que asigne a los varios factores y no a su consideración de que un grupo de factores excluya al otro.”

Warren Buffett- Partnership Letter October 9, 1967

En la sección “Varios”, tenéis la comparativa frente a los índices desde que hemos cambiado de navío, aunque seguiré dando más importancia al histórico de largo plazo.

Cuatro meses han pasado ya desde el cambio de navío, al que informalmente seguimos llamando Argos porque seguimos siendo los mismos argonautas de siempre y algunos nuevos que os habéis incorporado recientemente, además de otros que, como yo, habéis seguido aportando más durante el mes. En este mes de Marzo, como os he informado a los argonautas de quienes tengo vuestros datos (aquellos que leáis esta Carta y no estéis en contacto conmigo, no lo dudéis... ponerlos en contacto conmigo lo antes posible) a lo largo del mes, los mercados han seguido subiendo, aunque con mayores momentos de incertidumbre y, nosotros nos hemos dejado llevar y simplemente hemos seguido incrementando posiciones en alguna de nuestras empresas... lo que ha venido bien cuando han llegado algunas presentaciones de resultados que han mostrado que nuestras empresas gozan de buena salud.

Sabéis que suelo leer muy a menudo (de hecho, diariamente) y que intento leer no sólo de temas relacionados directamente con el mundo de la inversión y los mercados o con el *value investing* sino que siempre he pensado que otros aspectos de la vida terminan siendo útiles aunque no deriven directamente en la inversión ... pero sí en la formación del carácter o de cultura general. De ahí la muy recomendable lectura tanto de divulgación científica, como de historia, religión o incluso cine. Evidentemente, la vida es limitada y el día sólo tiene 24 horas por lo que es necesario que cada uno de nosotros vaya filtrando lo que quiere leer, para no encontrarse con que tras leer determinado libro (por ejemplo, una novela) tenga la sensación de que ha perdido el tiempo. El tiempo es un bien escaso y hemos de aprovecharlo lo más posible.

Pero esa filtración, esa selección de qué leer y qué no es personal es fundamental... naturalmente cualquiera puede preguntar y siempre le darán recomendaciones de libros que el otro considera que le puede aportar algo... porque recuerda lo que dicho libro le aportó a él mismo. Pero a veces esas recomendaciones no terminan de dar el mismo fruto sobre el carácter, la cultura o el alma del que es aconsejado simplemente porque ambas personas tienen almas que “vibran” en ondas distintas. Y sin embargo, es necesario leer y aprender porque al final, por una vía u otra, todo ello termina sedimentándose sobre el alma de dicha persona y conforma su carácter y la forma en que ve el mundo... y el mundo de la inversión.

Algo así me pasó durante este mes al leer las dos primeras citas que os he incluido. En primer lugar leí antes la transcripción de la reunión anual del Daily Journal cuyo presidente es Charlie Munger que el libro de Daniel Marín Arribas... pero cuando vi su referencia, automáticamente me vino a la mente la cita de Munger sobre el porqué no había subido precios.

El libro de Marín Arribas- *Destapando el liberalismo (La Escuela Austríaca no nació en Salamanca)* Ed. SND Editores, Noviembre 2018- me resultó muy sorprendente porque siempre había asumido que la Escuela Austríaca de Economía había tenido sus orígenes en la Escuela de Salamanca con los escolásticos dominicos, franciscanos, jesuitas y benedictinos... y sin embargo, con las pruebas que relata Marín Arribas veo que no es así... que existen varios puntos en común, pero otros muchos que serían totalmente opuestos. De ahí que la cita de Munger me resulte tan atractiva... y reveladora.

En este sentido me ha dado la base para sostener lo que hasta ahora eran mis reticencias hacia lo que se considera como “libertarianismo” o “anarcocapitalismo”... unas etiquetas- que no han sido puestas por mí- cuya referencia principal o al menos la más conocida por mí era la escritora Ayn Rand en su obra “*El Manantial*” (No he leído toda la obra, sólo el discurso final, pero he visto muchas veces la película homónima con Gary Cooper en el papel principal del arquitecto Howard Roark, cuyo discurso en la película ha sido recortado respecto al original de la novela). El radicalismo de sus posiciones- por ejemplo, abogar por la desaparición absoluta del Estado- nunca me ha atraído y mucho del planteamiento de dicho radicalismo siempre me ha parecido erróneo o si lo preferís: malo. El libro de Marín Arribas y la cita de Munger me dan la base teórica y práctica de que es preferible centrarnos en las enseñanzas de los escolásticos y no tanto en la de los austríacos.

Mientras, como digo, hay muchos aspectos en los que puede haber coincidencias entre los austríacos con los escolásticos, también hay diferencias... y sustanciales; el foco principal y casi único de los primeros se pone en la “libertad” ... el problema es que la palabra es muy bonita y parece que no debería haber nada que nos impidiera coincidir y apoyar a quien se declara defensor de la libertad. Sin embargo, la libertad que propone la Escuela Austríaca no es la libertad que propone la Escuela de Salamanca. Para los austríacos la “libertad” (que Marín Arribas, siguiendo al papa León XII, creo recordar, califica de “licencia” y no de auténtica libertad) se pone como virtud máxima... y los escolásticos no estarían de acuerdo con ello. Ni yo tampoco... recuerdo hace años cuando aún estaba Zapatero como presidente de la nación cuando soltó la frase, masónica por otro lado, de “La libertad os hará verdaderos” ... enmendándole la plana al mismísimo Jesucristo. Bien... pues no; no es la libertad la que nos hace verdaderos... es la Verdad la que nos hará libres.

La Escuela Austríaca asume esa majadería masónica de Zapatero y pone la idea de “libertad” que no es más que licencia para actuar como a uno le plazca, como en el caso de los dueños de viviendas que subieron los precios de alojamiento para aprovecharse de las desgracias ajenas- y que los austríacos defienden como “justo”- y en cambio la Escuela de Salamanca pone en primer lugar la Verdad por encima de lo demás... siendo esa Verdad la que nos hará libres. Siempre me ha parecido curioso, por no decir raro, que muchos de los defensores de la Escuela Austríaca o no son creyentes o sencillamente están en contra de la Iglesia o la Religión... no lo entendía porque suponía que ellos mismos *se reconocían como descendientes intelectuales de los escolásticos salmantinos*... y todos ellos eran frailes o sacerdotes.

Si dentro de la Iglesia se había dado valor a determinadas ideas... algo bueno habría de haber en lo que la Iglesia defiende como Verdad... no entendía ese odio o simplemente desprecio (puedo entender que no tengan o hayan perdido la fe, pero creo que al menos deberían tenerle un mínimo de respeto si “comparten” unas ideas con ella). Es como si me considerara seguidor de Pitágoras o de

Einstein y luego denigrara el cálculo de la hipotenusa de un triángulo o la teoría de la relatividad general.... No tenía sentido. Y no lo tiene. Tanto Marín Arribas en su libro, como Charlie Munger en la cita que os incluyo explican claramente porque la Escuela Austríaca no es hija de Salamanca, aunque utilice parte de sus argumentos.

Esto no solo tiene efecto sobre el tema micro de si subir o no los precios cuando tus conciudadanos están pasándolo mal, sino también en el caso de algún evento macro como pudo ser el rescate de la banca al poco de caer Lehman Brothers en Septiembre de 2008. En su día expliqué en el libro *El Inversor Español Inteligente*, Ed. EOLAS, 2016, que desde mi punto de vista cuando el Tesoro americano y la Fed se encuentran que la situación es tan grave y se está expandiendo a tanta velocidad que hasta el mercado monetario se había secado, decidieron actuar inyectando dinero a las entidades. Según el ejemplo que puse en el libro, es como si a tu hijo le has dicho mil veces que no juegue al lado del precipicio que se va a caer... pero el niño sigue jugando y llega un momento en que trastabilla y...se cae; puedes alargar la mano y salvarle o dejar que se caiga.

La opción austríaca hubiera sido dejar que el niño se cayera (el mercado, los bancos, etc)... no apoyaban la intervención del estado o la banca central para solucionar la situación. La opción de la Escuela de Salamanca, pienso, hubiera sido salvar al niño.... Y, como decía en el libro, lo que habría que hacer después es sentarle en nuestras rodillas y darle unos buenos azotes para que no se le ocurra volver a las andadas. Desgraciadamente, en el caso real se salvó al niño (los bancos) y en vez de darle azotes (reducir su tamaño, reducir su apalancamiento, meter en la cárcel a quienes fueron los culpables de la situación, etc.) lo que se hizo fue darle caramelos y comprarle nuevos juguetes.

A nadie le gusta regañar... pero a veces es conveniente hacerlo. Pero el dejar abandonado a su suerte al “niño” con lo que eso implicaba, suponía un daño real sobre millones de personas que o no tenían culpa de nada o la tenían muy poca en comparación con otros. Posiblemente el daño de no hacer nada fuera muy superior al de quitar al niño del precipicio... pero lo que no se puede hacer es, además, maleducarle. Por esos regalos en vez de azotes, ahora mismo el mundo tiene un mayor nivel de deuda del que existía en 2008... y estas cosas no suelen terminar bien.

Lo que Marín Arribas y Munger nos enseñan es que, incluso en un tema tan árido como es la economía y las finanzas, es importante la dimensión moral de la misma... porque al fin y al cabo es una ciencia social y por tanto derivada del ser humano. Y el ser humano, si ha de merecer ese nombre, no puede desgajar la moral de sus actos. Podremos ser imperfectos- y lo somos, yo el que más- pero eso no implica que debemos abandonar la aspiración a la perfección... o para los creyentes, a la santidad como San Juan Pablo II y Benedicto XVI nos recordaron.

Reconozco que hablar de moralidad, del Bien y el Mal en una Carta de un fondo de inversión no parece lo más adecuado... y sin embargo opino que estos temas han de ser tenidos en cuenta y que afectan no solo a la toma de decisiones sino también a la forma en que vemos el mundo: si buscamos equipos directivos en los que confiar nuestra inversión, al final estamos hablando de una serie de valores que compartimos. Munger y Buffett, Leithner y otros grandes inversores pueden tener creencias diferentes entre si, pero los valores que subyacen bajo ellos son bastante parecidos y podríamos decir que se resumen tanto en los Evangelios como en el Antiguo Testamento (por ejemplo, en el caso de Benjamin Graham que era judío) ... dichos valores subyacen, también, en el último libro de Chris Leithner: *The Bourgeoise Manifesto: The Robinson Crusoe Ethic versus the Distemper of Our Times*, Chris Leithner, 2017.

La cita de Buffett sobre su primera compra de acciones nos recuerda cómo no pasa nada por olvidarnos de la situación macro- en aquel entonces la Segunda Guerra Mundial en marcha y hoy día el Brexit y cualquier otra situación macro que os podáis imaginar-, si no fue importante entonces, tampoco lo será ahora. Y por eso no le presto mucha atención a si a Theresa May le han aprobado la propuesta o si se la han vuelto a rechazar... allá ellos, y algo parecido podemos decir del posible cambio- uno más y en el mismo sentido- de la Fed hacia una política más acomodaticia a favor de menores subidas de tipos de interés (o un menor ritmo... sin descartar, incluso, una posible futura bajada) por el temor a un parón de la economía si siguen subiendo tipos hacia niveles más “normales” según el histórico o, en el mismo ámbito de los tipos de interés, a los posibles riesgos derivados de la inversión de la curva de tipos de interés que, generalmente, suele anunciar una posible recesión a las puertas (o allá al final del pasillo, cualquiera sabe lo cerca que pueda estar), cuya grafica os incluyo abajo.



*Fuente: Thoughts From The Frontline, March 29, 2019
John Mauldin tomando del Wall Street Journal's: The Daily Shot*

En el caso de la cita sobre la valoración y los diferentes factores que influyen en la misma, refleja bastante bien la disyuntiva que en muchas ocasiones se da entre inversores, casi como una guerra “a ver quién es más *value*” ... el propio Buffett nos indica que dicha disyuntiva no tiene mucho sentido, ambos enfoques son complementarios como expliqué también en el libro y como ya me habéis oído en multitud de ocasiones. Puede ser que un determinado inversor se sienta más cómodo con un

enfoque más cuantitativo y otro, por el contrario, con un enfoque más cualitativo- conozco a amigos en ambos estilos- pero finalmente son estilos complementarios y para nada excluyentes.

Los factores cualitativos son importantes (un buen modelo de negocio... un equipo directivo honrado, etc) pero también lo son los aspectos meramente cuantitativos: un buen precio comparado con el valor actual de los activos. Generalmente lo normal es que en el proceso de inversión nos encontremos situaciones en las que nos vemos impelidos a valorar ambos factores. En ocasiones los factores cuantitativos- el precio- es tan ridículamente bajo comparado con el valor de la empresa “hoy” que no es necesario darle más vueltas a otros temas. En otras ocasiones sucede al revés, el precio resulta atractivo una vez que hemos analizado el modelo de negocio y su fortaleza en el largo plazo, el equipo directivo, la calidad de sus cuentas, etc. ... digamos que el valor del futuro de la empresa es lo que vuelve al precio actual atractivo. Como sabéis, en nuestro caso no discutimos por estas cosas: preferimos buenas empresas a buenos precios, pero también nos gustan empresas mediocres a precios de derribo.

Falta un comentario breve a una de las citas, la de John Mauldin y su advertencia sobre los fondos índice y el tipo de recuperación que acompaña a una recesión o a una caída sin ella. Como sabéis, no merece la pena tratar de adivinar (predecir, dirían los que se consideren expertos en el futuro) lo que hará el mercado en el futuro, hasta cuanto caerá y cuándo. No hay forma de saberlo y por eso siempre os recomiendo que no os preocupéis por ello.

Sin embargo, tener en cuenta lo que ha sucedido en el pasado nos aporta un cierto apoyo intelectual a la hora de estimar *qué podría llegar a ocurrir*. Al igual que con los eventos macro- la Segunda Guerra Mundial- perder el tiempo con temas sobre los que no tenemos el más mínimo control no merece la pena, porque no podemos cambiar el rumbo. Sin embargo, sí es importante saber que incluso en una situación de caídas del -50% a largo plazo no suponen un problema real. Caídas de ese calibre no son muy comunes en el mercado, pero sí han ocurrido en alguna ocasión... y sin embargo al pasar los años, dichos desplomes se recuperan y la rentabilidad a largo plazo de la bolsa sigue ofreciendo rentabilidades más que atractivas.

El problema o susto puede venir para aquellos inversores que hayan entrado en fondos índice con la confianza o la esperanza de que no van a hacer nada más que subir- y a buen ritmo, además. He comentado en varias ocasiones que la gestión pasiva de bajo coste ofrece la ventaja de lograr *casi* la rentabilidad del mercado y que ésta es buena en el largo plazo y cuenta también con la tranquilidad de que batirán al 90% de los profesionales... pero ello en sí, siendo cierto, no presupone que la rentabilidad a largo plazo, en los próximos diez o quince años vaya a ser del 10% anual.

Puede que batan al grueso de los profesionales- de lo cual no tengo duda- pero puede que lo hagan logrando una rentabilidad promedio del 0% anual, incluyendo los dividendos, mientras el 90% de los profesionales se queda en negativo al cabo de ese periodo. A veces batirán a los inversores con rentabilidades muy altas (como ha pasado en los últimos ocho años con el S&P500, por ejemplo) pero en otras lo harán con rentabilidades bajas o incluso negativas.

Si los inversores en fondos índice piensan que en los próximos dos o tres años no van a tener problemas ni pérdidas, se llevarán una desilusión. En cuanto a nosotros, si dicho desplome del -40% o -50% se produce, estaremos preparados con liquidez para aprovechar (más o menos, dependiendo de con cuánta nos pille en ese momento) y con buenas empresas que sabrán salir de dicha situación fortalecidas. Hasta la fecha nunca hemos tenido un descalabro semejante... **pero que no haya sucedido en el pasado, no implica que no pueda suceder**. Intentaré, desde luego, que no veamos

ese tipo de recortes en nuestro valor liquidativo, pero no hay forma de prever que algo así no pudiera llegar a sucedernos. Si llegara a ocurrir, lo que debéis tener bien claro es que en esa situación seguiríamos concentrados en lo mismo de siempre: buscar empresas que nos ofrezcan mucho más valor que lo que el mercado en ese momento pida por ellas y comunicarnos de forma totalmente clara y transparente esa situación.

Algunas Operaciones

A lo largo del mes de Marzo, al igual que en el anterior, hemos seguido incrementando posiciones en algunas de las empresas que ya teníamos en cartera, en concreto: **CAMBRIA, TOPPS TILES, TEEKAY, BostonOmaha y The Gym Group**... en concreto esta última empresa era en la que más pérdidas arrastrábamos porque el mercado debía de considerar excesivos temores en relación a su modelo de negocio o al asunto del Brexit... sin embargo, una vez que la empresa presentó resultados- fueron buenos y confirmó sus buenas perspectivas para este año- el mercado, como por arte de birlibirloque se dio cuenta de que la cosa no era tan grave y la llevó a recuperar todas las pérdidas que teníamos acumuladas hasta la fecha. Como siempre el Sr. Mercado dando oportunidades para aprovecharlas si sabemos lo que valen las empresas... pero nunca para ser nuestro guía en el desfiladero: siempre nos llevará a un callejón sin salida o, peor, a un puente de nieve que se quebrará con nuestro paso.

A veces el mercado se da cuenta de que está equivocado en un plazo muy corto- unos meses o un año- sin embargo, esto no es lo habitual... normalmente se da cuenta varios años más tarde, por eso os insisto tantas veces en que penséis que las acciones que compramos las veremos generar beneficios en tres o cuatro años (y otras, las *compounders*, durante mucho, mucho más tiempo desde luego).

El caso con GYM fue singular en el sentido en que mientras el mercado tiraba las acciones y ponía nerviosos a algunos inversores, yo iba aprovechando para seguir comprando. Durante un tiempo no resulta agradable ver cómo nuestra acción solo hace que bajar y bajar... pero como habéis visto en citas anteriores, es necesario- lo repito: **necesario** – que seamos capaces de aceptar dichos desplomes en nuestras posiciones, aceptarlos y aprovecharnos de ellos, comprando más... al cabo de un tiempo, el mercado se dará la vuelta y verá que la empresa realmente valía más de lo que pensaba hace tan solo unos meses o unas semanas. En el caso de GYM fueron sólo un par de meses... lo justo hasta la presentación de los resultados anuales. En ese momento el mercado se dio cuenta de que había exagerado sus miedos y dio la vuelta a la cotización, resarciéndonos de las pérdidas anteriores y mostrándonos beneficio en nuestra posición. Ello no cambia tampoco nada en especial respecto a la empresa y su modelo de negocio, que sigue fuerte y creciente. En el futuro el mercado seguirá viendo que GYM vale bastante más de lo que cotiza en estos momentos y seguirá llevando su cotización más arriba. Estaremos ahí para disfrutar de la cosecha.

Veamos ahora lo siguiente sobre **THERMADOR GROUPE**; la cita está tomada de la presentación de resultados anuales del año pasado:

“Por primera vez desde la crisis financiera de 2008, el valor de nuestra acción ha caído considerablemente, perdiendo más de un 21% desde el 31 de Diciembre de 2017, más o menos como el CAC Mid&Small Cap Index. Durante un periodo de dos años, la rentabilidad es positiva (+6.6%) y excelente en 15 años (+388%). Esta caída no es una preocupación para nosotros dada nuestra firme creencia en que el comportamiento del mercado de acciones refleja el de la compañía cuando es medido en un periodo de más

de diez años. En el corto plazo, la descorrelación es un fenómeno frecuente. Los accionistas privados claramente han tomado nota: su porcentaje del capital de Thermador Groupe se ha incrementado desde el 31.1% al 34.3% en los últimos doce meses.”

Lo que nos recuerda este comentario del presidente de Thermador Groupe es algo que debemos tener presente siempre si queremos llamarnos “inversores”; a menudo... más de lo que nos gustaría, desde luego, esos declives tan acusados en la cotización de una o más de nuestra empresas ocurrirá, pero al igual que lo que indica la cita, seguimos con la firme creencia de que en el largo plazo el mercado reconocerá y se ajustará a la evolución de los negocios de nuestra empresa.

Es imposible prever si en los próximos quince años la cotización de Thermador Groupe (u otra empresa de las que tenemos en la cartera) crecerá un 388% (que supone una rentabilidad anual del 11.44% sin incluir los dividendos), pero desde luego su negocio continuará mejorando y creciendo de forma sana y nosotros seguiremos aprovechando para comprar más acciones cuando el mercado se vea agobiado por temores de corto plazo y se olvide de la fortaleza del negocio en el largo plazo; esto seguirá ocurriendo una y otra vez y nosotros trataremos de seguir aprovechándolo en cada ocasión que tengamos disponible. Por de pronto ya he comprado más en este inicio de Abril.

Respecto a **BostonOmaha**, los resultados del año pasado han sido más que atractivos, la verdad. Han incrementado el valor intrínseco de la empresa (aunque no al 39% al que ha crecido el valor neto contable **por acción** debido a una ampliación de capital).

Durante el año pasado el crecimiento principal ha sido en el área de los carteles anunciadores (*billboards* en inglés), donde han aprovechado que muchos han salido al mercado y para ello han hecho la ampliación, para tener liquidez de sobra para comprarlos a buen precio. En la división de seguros, la mejor noticia es que han recibido autorización para operar en el estado de California, el mayor mercado dentro de los Estados Unidos en este segmento... lo que permite estimar un futuro prometedor.

Y en la división de *real estate* y otras inversiones, la situación va mejorando y ampliando el tamaño y el ámbito de actuación. La inversión del año pasado en el banco CB&T va a funcionar estupendamente en el futuro... todas estas nuevas inversiones alternativas, junto con las ya existentes han ayudado a incrementar el valor intrínseco de BostonOmaha.

Definitivamente, BostonOmaha nos deparará grandes cosas en el futuro. Y la confianza la mostramos incrementando la posición en cartera.

Varios

Hace una semana falleció uno de los argonautas más mayores, tenía 93 años. Gracias al aviso de sus hijos pude asistir a su misa funeral donde estuvo rodeado de sus familiares y muchos amigos. Nice siempre que le vi tenía una amable sonrisa en su cara- y sus dos hijos han salido igual- como siempre con estas cosas, tanto las tristes como las más alegres, os las comparto a los argonautas de quienes tengo vuestros datos y enseguida muchos de vosotros me hicisteis llegar vuestro pésame y ánimos a la familia. Os lo agradecen de corazón; realmente los argonautas sois algo especial y únicos. La muerte de una persona querida, incluso de alguien muy mayor no suele ser un trago fácil de pasar, de

ahí que se necesite el apoyo de aquellos que te quieren a vuestro lado. A mí siempre me confortó una imagen de Tolkien, que como sabréis era un escritor católico (incluso el libro El Señor de los Anillos se considera un libro recomendado por la Iglesia Católica), en el que hablaba de que la Muerte también era un don de Dios, y que ha sido por causa del daño y el mal que el Maligno (Lucifer o Melkor/Morgoth en la mitología tolkiniana) que dicho don ha sido oscurecido y por ello temido. Pero al final, el don sigue siendo un don de Amor y el Padre le ha llamado a su lado donde Nice será feliz por toda la Eternidad. Un abrazo a la familia, en especial a Juan Carlos y a Siro.

El nivel de liquidez actual es el 33%. Contamos con unos 150 argonautas de toda España y subiendo y unos 6.500.000 euros bajo gestión.

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 66,92€, lo que supone adquirir las participaciones del Argos (recordad, oficialmente el ARCA GLOBAL A) con un significativo margen de seguridad. El crecimiento del valor liquidativo de este mes se ha debido principalmente por el mayor peso actual de las acciones en cartera frente a la liquidez. Por cierto, he preferido ajustar la rentabilidad al valor liquidativo anterior -para seguir con el histórico mío-, pero el valor liquidativo oficial del ARCA GLOBAL A es diferente como podéis comprobar al ver vuestra posición.

Para aquellos de vosotros que tenéis curiosidad en ver cómo nos estamos comportando desde que estamos en el fondo actual, la comparativa con los índices- y siempre con dividendos brutos reinvertidos, obviamente- es la siguiente:

| IBEX 35 | IBEX35 con div | IGBM TOTAL | S&P500 div | Eurostoxx GR | ARGOS |
|---------|-------------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|
| 1,80% | 3,01% | 3,52% | 3,41% | 7,50% | 3,53% |

He tenido el honor de ser entrevistado en el blog de un nuevo amigo, Eusebio Gómez, os adjunto el enlace para que aquellos que no hayáis podido aun, podáis escuchar la entrevista: https://youtu.be/Do_omJSjIbI

Pese a que este inicio de año está siendo bastante bueno en los mercados (¿recordáis lo de la “recuperación en V” que nos decía la cita de Mauldin?), no os hagáis la ilusión de que las cosas seguirán sin sustos ni problemas en los próximos meses. Quizás pase así, pero no suele ser lo habitual. Recordad las palabras de J.P. Morgan cuando le preguntaron qué haría el mercado en los próximos meses... “*fluctuará*” ... y eso seguirá pasando. Pese a la fluctuación que los mercados tengan en el corto plazo, recordad que lo importante sigue siendo estar invertidos en empresas compradas por menos de lo que valen y con la vista en el largo plazo. Crisis habrá, unas más graves que otras- esperemos que no veamos nuevas guerras mundiales en nuestra vida- pero de todas se saldrá adelante y las buenas empresas compradas a precios razonables serán capaces de superar todas esas crisis. El ejemplo de Thermador Groupe puede seros de utilidad... en los últimos quince años hemos tenido, entre otras cosas, la mayor crisis financiera global desde la época de la Gran Depresión de los años 30 del siglo XX... y aún con todo, la empresa ha sido capaz de ofrecer una mas que razonable rentabilidad a sus accionistas. No será la única.

Por cierto, algunos de vosotros me pedís información sobre cómo daros de alta en el nuevo fondo en Esfera Capital. Os incluyo aquí el enlace para que podáis daros de alta sin problemas:

https://www.esferacapital.es/NuevaCuenta/?AgentId=MIGUEL_DE_JUAN

Como siempre agradeceremos nuevamente vuestra confianza y apoyo continuado.

PD: Cada cierto tiempo tendréis mi artículo en <http://www.fundspeople.com/gente/miguel-de-juan-57607/blog/> o en <https://www.finect.com/blogs-financieros/mdejuan/> o en <http://www.rankia.com/blog/a-bordo-del-argos>

Miguel de Juan Fernández
ARGOS ARCA GLOBAL A
argoscapital@hotmail.com



| | Ibex35 | Ibex35 con div | IGBM Total | S&P500 div | EuroStoxx50 div GR | ARGOS |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------------|---------------|
| Año 2011* | -14,43% | -9,08% | -10,14% | 2,10% | -14,77% | -10,00% |
| Real 2011 | -20,90% | -16,64% | -17,87% | -0,02% | -18,44% | -9,89% |
| Año 2012 | -4,66% | 2,78% | 5,01% | 16,00% | 19,57% | 9,14% |
| Año 2013 | 21,42% | 27,75% | 29,88% | 32,40% | 22,74% | 14,27% |
| Año 2014 | 3,66% | 8,62% | 9,08% | 13,69% | 4,93% | -1,73% |
| Año 2015 | -7,15% | -3,55% | -3,20% | 1,38% | 6,58% | 0,53% |
| Año 2016 | -2,01% | 2,60% | 2,74% | 11,96% | 0,77% | 18,10% |
| Año 2017 | 7,40% | 11,25% | 12,14% | 21,83% | 10,15% | 9,94% |
| Año 2018 | -14,97% | -11,51% | -11,51% | -4,38% | -9,58% | -6,25% |
| Año 2019 | 8,20% | 8,90% | 8,84% | 13,65% | 14,13% | 6,02% |
| Anualizada* | -0,96% | 3,92% | 4,46% | 12,79% | 5,85% | 4,42% |
| Diferencia | 5,38% | 0,50% | -0,04% | -8,37% | -1,43% | |

* Incluye desde el 16-12-2010

REAL Desde el 21-1-2011

| | | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-------|
| Anualizada | -1,92% | 2,87% | 3,37% | 12,49% | 5,35% | 4,48% |
| Diferencia | 6,40% | 1,61% | 1,11% | -8,00% | -0,87% | |

