

ARGOS

ARCA GLOBAL A

CARTA A LOS ARGONAUTAS- ABRIL 2019

León a 1 de Mayo 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 30 de Abril el valor liquidativo- histórico- es de 14,600750€ (o, en liquidativo del ARCA: 105,206614€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+46,01%** y en lo que va de año en **+8,17%**. El mes de Abril ha sido alcista en los mercados, mostrando una vez más su fortaleza USA y Europa; el Argos ha seguido creciendo, aunque menos que el mercado en este mes. 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 30-4-2019	-4.39%	+43.84%	+50.05%	+182.36%	+65.57%	+46.01%

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 30-4-2019	95.607,52	143.839,33	150.045,40	282.356,49	165.573,99	146.007,50

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

*“Antes de la crisis, la soberbia- la arrogancia que inflige sufrimiento sobre el inocente- se salió de madre y cambió la anterior cultura de los servicios financieros por otra en la que se aprovechaba de la oportunidad de gestionar el dinero de los demás en lugar de actuar como un administrador en representación de los clientes. Pero «el verdadero administrador nunca olvida que él es sólo un administrador, actuando para un mandante». La máxima «mi palabra es mi bono», que sostuvo las tradiciones de la City de Londres durante muchos años, significa poco si esas palabras son incomprensibles. La venta de productos financieros complejos por parte de gente que sólo entiende a medias los riesgos que implican a los entienden aún menos no es una publicidad atractiva para la industria de servicios financieros. **¿Qué clase de gente se engullece de separar a un tonto de su dinero?** [Negritas mías]”*

*El Fin de la Alquimia- DEUSTO- 2016, pag 336 y 337
Mervyn King- Gobernador del Banco de Inglaterra 2003-2013*

*“La historia ha sido, con mucho, muy amable con los optimistas y para aquellos suficientemente intrépidos para abrazar un enfoque de inversión de comprar a largo plazo acciones las recompensas han sido enormes. Por ejemplo, a lo largo del siglo XX (como se detalla en el libro de Dimson, Marsh y Staunton: Triumph of the Optimists), el mercado de acciones de EEUU ha generado una rentabilidad total **real** positiva del 70.950% [sí... casi setenta y un mil por ciento, nota mía]. Los bonos también batieron la inflación aunque sólo por un comparativamente modesto 400% de rentabilidad total real. Aquellos demasiado temerosos para invertir, sin embargo, se encontraron con un final diferente, con cada dólar mantenido en efectivo viendo una paulatina pérdida de poder adquisitivo, dejando al propietario de ese dólar con sólo 4,2 centavos. Con una pérdida real del -96%, ¡parece difícil ver una estrategia de inversión más arriesgada! La historia puede que no se repita precisamente (y quizás 100 años sea un periodo demasiado corto para sacar ninguna conclusión de todas formas) pero siempre favoreceremos la corriente de beneficios reales entregada por la propiedad de un puñado de buenas empresas frente a las alternativas vulnerables a la inflación.”*

*LINDSELL TRAIN
Confounding Compounding- February 2017*

“Y Larry Ellison ha hecho un gran trabajo con Oracle. Quiero decir que la he seguido en el significado de haber leído sobre ella. Pero sentía que no entendía el negocio. Entonces, tras haber comenzado a comprarla sentí que seguía sin entenderla [se refiere a la compra y posterior venta en el plazo de pocos meses, nota mía]. De hecho, cambié mi mente en términos de entendimiento, pero no en términos de valoración. Quiero decir que Oracle es un gran negocio. Pero no creo, particularmente tras mi experiencia con IBM, no creo que entienda exactamente donde está yendo el negocio en la nube. Ya sabes, estoy sorprendido con lo que Amazon ha hecho ahí. Y ahora Microsoft lo está haciendo también. Así que no se donde está yendo ese juego.”

Warren Buffett and Becky Quick Full Transcript Interview-Feb 25, 2019

“El mundo occidental llega a un momento decisivo. En los próximos años se va a jugar la existencia de la civilización creada por él. Creo que no es consciente de ello. El tiempo ha erosionado su noción de libertad. Se han quedado con el nombre y fabricado una nueva noción. Han olvidado el significado de la libertad. Cuando Europa la conquistó entorno al siglo XVIII, era una noción sagrada. La libertad desembocaba en la virtud y el heroísmo. Y lo han olvidado. Esa libertad, que para nosotros sigue siendo una llama que ilumina nuestra noche, se ha convertido para ustedes en una realidad mustia y a veces decepcionante, porque está llena de oropeles, de abundancia y de vacío. Ya no son capaces de sacrificarse ni de comprometerse por ese fantasma de la antigua libertad [.....].

En el fondo, piensan que la libertad se adquiere de una vez por todas y por eso se permiten el lujo de menospreciarla. Están librando una terrible batalla y actúan como si se tratara de un partido de ping-pong.”

Alexander Solzhenitsyn- *El error de Occidente*, Paris 1980
 Del libro “Dios o Nada”, Cardenal Robert Sarah con Nicolas Diat- Ed. Palabra, pág 177

“Steve Pilgrim pregunta: Para aquellos que hemos pasado nuestras vidas y carreras leyendo y escuchando a Warren Buffett y Charlie Munger, ¿a quiénes recomendarían ellos que escucharan nuestros nietos?

Responde Warren Buffett: Bueno, espero que siga siendo a nosotros. Pero eso sería algo ridículo a nivel actuarial [está bromeando con las edades, longevas, de ambos; nota mía]. No, hay multitud de escritores interesantes, sabes, pero te diré lo siguiente. Los fundamentales no cambiarán. No vas a descubrir nada nuevo sobre inversiones en los próximos 50 o 100 años. Quiero decir, es comprar una empresa. Tienes que saber cómo valorar una empresa. Y tienes que saber algo sobre cómo operan los mercados. Pero tú no compras una empresa a menos que sepas valorarla. Tienes que aprender cómo valorar empresas y saber cuáles son las que están dentro de tu círculo de competencia y las que están fuera. Y eso no cambiará. Y realmente eso lleva a poner – invertir es poner a funcionar un dólar en un determinado momento- un dólar de poder de compra y obtener mucho más en el futuro. Y tú intentas, ya sabes, imaginar cuánto estás dispuesto a pagar por ese pájaro volando [la empresa, nota mía] comparado con el pájaro en la mano [el dólar, también nota mía].”

Warren Buffett and Becky Quick Full Transcript Interview-Feb 25, 2019- pag 45

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.

Cinco 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 Abril, con su Semana Santa de por medio, 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, al igual que en el mes anterior, nos hemos dejado llevar y simplemente hemos seguido incrementando posiciones en alguna de nuestras empresas.

Las dos citas iniciales de Buffett (que mientras escribo está celebrando su reunión anual con inversores- el conocido *Woodstock for capitalists*- en Omaha, rodeado de unos 55.000 asistentes y muchísimos más conectados a través de la red), son significativas respecto a la inversión; en la primera nos recuerda que no pasa nada por invertir en una empresa y al poco tiempo deshacer la posición al darse cuenta de que se ha equivocado o, sencillamente, porque se da uno cuenta de que no se siente cómodo con lo que en un principio pensaba de la empresa... el círculo de competencia puede jugarnos a veces malas pasadas, y es en momentos en los que uno no se siente a gusto con lo que está experimentando dentro de la empresa cuando debe tomar una decisión que, generalmente no es deseada: vender en pérdidas sabiendo que *hicimos el idiota al entrar en primer lugar en una empresa que ha resultado estar fuera de nuestro círculo de competencia*. En el caso de Buffett con Oracle, su problema seguramente no ha sido de entender lo que hace la empresa, como él dice lleva tiempo siguiéndola... su problema es que la empresa está jugando en un juego del que él no sabe dónde va a parar.

No saber a qué estas jugando- o con quien- suele ser el motivo de muchos de los errores que podemos cometer como inversores. En cierto modo existe una cierta ansia por invertir en todo tipo de empresas y sectores, países y por realizar las operaciones más rocambolescas y exóticas... como

si el realizarlo y tener éxito nos hiciera ser mejores inversores. A veces hasta los mismos inversores *value* olvidamos la máxima de Pascal (*“gran parte de los problemas del hombre vienen por no saberse estar quieto en una sala sin hacer nada”*) y tratamos de hacer “algo” y si ese algo es muy raro y exótico, mejor aún. Pocas veces nos damos cuenta de la importancia del “no perder”, esa primera regla de la inversión... y en muchos casos ello va asociado a centrarse en lo conocido. ¿Qué comprar empresas aburridas no es divertido ni exótico? Quizás... pero invertir vuestro dinero no es un juego de luces y sombras, no es un juego ni un espectáculo piro-musical, donde las mayores loas se las llevan los fuegos y sonidos más espectaculares. Si de mi dependiera, sería feliz comprando diariamente billetes de 100 euros por cincuenta... y nada más. ¿Aburrido? Si... ¿Rentable? Mucho.

Como indica Buffett cuando le preguntan a qué gurús de la inversión podrán seguir nuestros hijos y nietos- que él contesta que ojalá siga siendo a Charlie y él mismo- lo importante sigue siendo que dentro de cincuenta o cien años, la inversión seguirá basándose en lo mismo: comprar empresas por menos de lo que valen. Evidentemente el mundo empresarial va cambiando, siempre lo hace, y hemos de ir adaptándonos a las circunstancias para alcanzar la comprensión de lo que valen una empresa hoy teniendo en cuenta las múltiples circunstancias que la rodean. La tecnología es una de ellas... y la tecnología *per se* supone un cambio continuo. Ese cambio no afecta sólo a las empresas que se ven afectadas por la nueva tecnología, sino que las mismas empresas que hoy están siendo punteras con su propia tecnología disruptiva a nivel mundial, no saben, no pueden, mejor dicho, prever qué nuevas tecnologías están abriéndose y cómo pueden ser ellas mismas afectadas por ello. Hay ventajas competitivas muy importantes de las que están disfrutando en estos momentos, pero de la misma forma pueden verse desplazadas en poco tiempo *en cuanto salga la nueva tecnología de moda* que se lleve el plácet de los consumidores.

Mientras empresas de otros sectores, por ejemplo industrial o de consumo, se adaptarán a las nuevas tecnologías mientras siguen manteniendo en lo fundamental su modelo de negocio, otras se verán totalmente rebasadas en cuanto a su modelo de negocio: lo que ahora hacen, dejará de ser interesante y los consumidores preferirán otra vía para hacer lo que ahora hacen y más. Ese es el problema real de la tecnología, que su avance es vertiginoso... y ello hace que la valoración de una empresa pueda resultar más complicado que en otra. Era difícil ver que la tecnología de video Beta fuera a ser desplazada por VHS cuando aquella era mejor tecnológicamente. Y cuando el sistema VHS se convirtió en el estándar y estaba en todo el mundo... una nueva tecnología lo desplazó sin problemas. Y a ésta...otra... y así hasta que el hombre deje de discurrir nuevas formas y mejores de hacer las cosas. Hay inversores que tienen más claro que yo las ventajas y sobre todo la resistencia de dichas ventajas competitivas... me alegro por ellos.

Pero en mi caso prefiero no tener que dar marcha atrás o descubrir al cabo de un par de años que no tenía que haber invertido vuestro dinero en tal o cual empresa (ya cometemos errores suficientes dentro de nuestro propio círculo de competencia como para intentarlo fuera de él). Creo que hay formas simples de seguir incrementando vuestro patrimonio... y donde no pierdo de vista la primera regla de la inversión. He invertido en empresas tecnológicas en el pasado- y nos fue bien- y lo seguiré haciendo en el futuro (¡y espero que nos siga yendo bien!), no es una cuestión de “sector”, sino de sentirse seguro de dónde estamos poniendo vuestro dinero; de saber qué puede deparar el futuro o hacia donde está yendo el juego. De hecho, en alguna de ellas nos salimos demasiado pronto, desgraciadamente. En el futuro seguiremos teniendo empresas tecnológicas... pero no necesariamente han de ser aquellas que están en boca de todos.

Evidentemente, lo que es seguro es que salvo que las acciones están realmente caras, nuestra posición principal seguirá siendo en empresas ya que como veis en una de las citas, a largo plazo realmente merece la pena. Sabéis de hace tiempo que se invierte- ponemos dinero hoy que dejamos de consumir- con la esperanza de poder tener más dinero en el futuro- más poder de compra-, esto es, para batir la inflación y que al menos no perdamos poder adquisitivo con el paso del tiempo. Vivimos en un mundo con papel moneda o divisa fiduciaria, y por mucho que pongamos nuestra fe (fiducia) en que el valor de nuestra moneda no se va a depreciar, estaríamos poniendo nuestra fe en mal lugar, estaríamos construyendo la casa sobre arena y no sobre roca firme como dicen los Evangelios. Mal sitio son los bancos centrales o el sistema de banca con reserva fraccionaria para posar nuestra fe sobre ellos. Por ello, dado que vivimos en un mundo en el que el papel moneda pierde poder adquisitivo cada año, tenemos la obligación moral de al menos obtener una cierta rentabilidad por el mismo, para lograr mantener el poder adquisitivo (seguro que muchos recordaréis la parábola de los talentos, cuando al siervo malo le dice el Señor que al menos podría haber depositado el talento en el banco para que pudiera recuperarlo con intereses)... y ese es el objetivo principal de la inversión: que con el tiempo *al menos* tengamos el mismo poder adquisitivo... y en lo posible, más.

Las otras dos citas están, en cierto modo, relacionadas. Y relacionadas también con el tema de la Carta anterior sobre mi decepción con la Escuela Austríaca de Economía y mi énfasis en que debe haber algo más que “solo mercado” en la existencia del Hombre. De hecho, estoy planteándome poner todas estas reflexiones más en extenso en un futuro.

El planteamiento de Mervyn King, quien fuera Gobernador del Banco de Inglaterra, y que resalté en negrita en la cita “¿Qué clase de gente se enorgullece de separar a un tonto de su dinero?” implica un comportamiento moral que, pienso, debemos tener en cuenta y que exige algo más de las personas que sólo “mirar por el propio interés”... Posiblemente un tonto y su dinero no vayan a estar mucho tiempo juntos, como dice el refrán, pero eso no implica que debamos ser nosotros los que nos aprovechemos de los demás. Eso no está bien, está mal. Es una conducta “mala” en sí misma. Sí, ya sé que hoy en día hablar de Bien y Mal parece estar fuera de lugar o de tiempo... pero ¿cómo puede estar fuera de lugar cuando al final estamos hablando del Hombre?

El problema de la economía es que trata con números y por ello se tiende a pensar que es una ciencia pura como la física o las matemáticas, como la biología o la geología... y no lo es. Es una ciencia que trata del comportamiento del Hombre mientras usa recursos escasos y la relación entre los diferentes individuos en el ámbito de una sociedad... en resumen, es una ciencia que trata del ser humano, no de matemáticas. Que utilice los números es sólo una abstracción, al igual que lo es que por la comodidad de las elaboraciones mentales hablen del “comportamiento racional” del hombre, o que nos hablen del *homo economicus* como alguno de los grandes popes de la Escuela Austríaca han limitado... como si el ser humano se limitara única y exclusivamente a su aspecto económico y cómo le mueven los intereses de tal tipo a actuar con los demás seres humanos. Esta abstracción, esta reducción al modelo que nunca existe en la realidad de los académicos es muy conveniente... evitan una parte muy importante del ser humano que no pueden controlar y en la que, evidentemente, no son para nada expertos: la moralidad.

Según el planteamiento austríaco, que haya alguien que se aproveche de otro es perfectamente justo (y según Rothbard, uno de los grandes austríacos, hasta el chantaje y el soborno). Allá el “tonto” a quien se ha engañado... es su problema, que aprenda; él aceptó el precio, el acuerdo. En esta situación, por ejemplo, se contarían los millones de españoles (y muchos más a nivel mundial) que se

sintieron real y verdaderamente estafados por sus asesores financieros con diferentes tipos de productos. ¿Qué tipo de gente se enorgullece de quitarle a un tonto su dinero?... Los millones de inocentes que confiaron en lo que sus asesores les decían son así considerados “tontos” y no se tiene la más mínima compasión para con ellos. El “listo” que les quitó lo que era suyo, para beneficiarse de unos buenos *bonus* a final de año, son los aclamados. Parece que quien se enorgullece y aplaude dicho comportamiento, los austríacos, lo aclaman como una de las ventajas del libre mercado donde la moralidad no existe y donde cualquier acuerdo firmado voluntariamente por ambas partes es considerado “justo” (una consideración moral en una economía que se nos vende como que no tiene nada que ver con la moralidad) siempre que no haya habido violencia ni fraude- que contrates comprar un televisor de gama alta y te lo den de gama media, por ejemplo. No ha habido violencia en la firma de esos contratos, no ha habido “teóricamente” fraude- porque todas las condiciones estaban escritas en el contrato, bien que en letra pequeña y con términos bastante complejos- ... sí, es cierto que en muchos casos los afectados han logrado recuperar todo o parte de su dinero tras admitir los tribunales que habían sido estafados... pero no ha sido la autorregulación del mercado quien ha intervenido para ello, de hecho se siguen intentando colocar ese tipo de productos y se seguirá intentando... los incentivos del mercado para ello (para aprovecharse de otras personas) son muy potentes. Según los austríacos, mientras ambas parten estén de acuerdo... *todo está bien*.

Es lo que sucede con la directiva MiFid II, por ejemplo. Se intenta tener todos los documentos en los que se habla del riesgo de un producto determinado firmados por el inversor... y al estar firmados se da por supuesto que el inversor YA sabe lo que esos riesgos implican. Nadie engaña a nadie, ¿verdad? Pues no, las cosas no son así. ¿Qué clase de gente se enorgullece de quitarle su dinero a otros?... gente que se fija en la letra de la ley- está firmado por ambas partes, sin violencia... luego es un acuerdo justo para los dos- y se olvida del espíritu de la ley. Que se pueda hacer algo, no implica que haya que hacerlo. El fin NUNCA justifica los medios... y para los austríacos parece que sí. Y en ello se equivocan de medio a medio, pues se alejan de la “economía” para entrar en aspectos morales.

En palabras de Buffett que ya conocéis, *cuando el hombre con dinero se encuentra con el hombre con experiencia, éste se queda con el dinero y aquél con la experiencia*. Pero por si fuera poco lo alejado que veo la Escuela Austríaca de Economía del comportamiento de los grandes inversores *value*, dejadme poner un nuevo ejemplo más. Hace años, a Buffett y a Munger les preguntaron sobre cómo plantear una recompra de acciones en Berkshire Hathaway y básicamente lo que vinieron a decir es que, cuando lo hicieran sería a un precio tal en el que ellos consideraban que no deberían vender. Me explico: al precio al que yo quiero compraros las acciones es X y a la vez os informo de que yo, en vuestro lugar, no vendería esas acciones a ese precio. Esa transparencia no es habitual... eso no es aprovecharse de otras personas. Es avisar. Cuando Buffett ha dicho que recompraría acciones siempre que estuvieran por debajo del 120% del valor en libros (luego se ha modificado), estaba indicando... a ese precio NADIE debería venderme sus acciones. Si alguien lo hace- puede ser por diferentes motivos- no será porque no esté avisado de que yo, Warren Buffett, considero que me está dando una ganga. No hay trampa. La moralidad está por encima del simple interés personal.

En el ejemplo de Munger de la Carta anterior también habéis visto otro ejemplo de ese peso primordial de la moralidad en la actuación y no el simple interés personal. Y es algo en lo que no están solos; John Bogle que falleció recientemente estuvo años incidiendo en el mismo aspecto respecto a la industria de gestión de activos. El ser humano es mucho más que un simple *homo economicus*... mucho más. La decepción que me he llevado con la Escuela Austríaca ha sido

tremenda. Han utilizado parte de las enseñanzas de los escolásticos de la Escuela de Salamanca (dominicos, jesuitas...) y han despreciado todo lo demás. Si he de elegir, pienso que los escolásticos de Salamanca - y con ellos la Doctrina Social de la Iglesia- estaban más cerca del *value investing* que no de los austríacos.

Poner el énfasis en la palabra “libertad” como el fin que justifica todos los medios (salvo para los austríacos la violencia o el fraude) suena muy bien y nos lleva a pensar que dicho objetivo- magnífico, importantísimo y necesario pues pertenece a la dignidad del Hombre- merece todo nuestro apoyo... si además, vemos que parte del planteamiento alrededor de dicho concepto encaja en nuestra visión de un mundo donde el Estado no se inmiscuya en la vida de las personas más allá de lo necesario para el bien común (no el individual, el común), donde se defiende que ni el Estado, ni los bancos o bancos centrales puedan falsificar nuestro dinero imprimiendo a su gusto y para cumplir sus objetivos cambiando las reglas de juego cuando a ellos les interesa, un mundo en el que se defiende el que los mercados puedan funcionar en libertad sin que se abuse de la posición dominante de unos u otros, en el que se respeten los acuerdos firmados en condiciones de igualdad de poder negociador, en donde la ley se cumple por parte de todos por igual... si ese concepto de “libertad” se ve acompañado- en lo económico- de tales requisitos que encajan con la visión del *value investing* es evidente que nos vemos atraídos hacia dicho marco conceptual.

Pero como escribí en la Carta anterior, la palabra “libertad” con toda la importancia que tiene, no puede ser la excusa para olvidarnos de que hay más en la dignidad del ser humano que merece la pena ser tenido en cuenta. El fin no justifica los medios... la libertad de hacer lo que me de la gana sin utilizar ni la violencia ni el fraude- como defiende entre otros Rothbard- no es auténtica libertad... es necesario tener en consideración otros aspectos, morales sí, para que esa libertad sea real. La libertad no es el fin último.

Algunas Operaciones

A lo largo del mes de Abril, al igual que en el anterior, hemos seguido incrementando posiciones en algunas de las empresas que ya teníamos en cartera, en concreto: **CAL-MAINE, THERMADOR GROUPE, TOPPS TILES, FERROVIAL, ARCELOR MITTAL, BREMBO , TEEKAY, BostonOmaha y HERMLE**... al igual que en otras ocasiones, las nuevas compras han venido originadas por los precios del mercado que, en su continuo subir y bajar, ofrece oportunidades para comprar más de aquello que nos gusta... y por supuesto todas nuestras empresas nos gustan.

Actualmente **FERROVIAL** es la mayor posición de nuestra cartera seguida de **HERMLE** donde hemos podido seguir incrementando el número de acciones. Es bastante posible que en los próximos meses cuando, por ejemplo, Ferrovial confirme la venta de la división de servicios y cuando Hermle siga presentando buenos resultados los temores actuales que el mercado tiene respecto a ambas se evaporen y la cotización acompañe al alza. Pero no son los próximos meses lo que me preocupa en ambos casos... es el largo plazo, y éste es brillante para ambas compañías.

Respecto al resto de las compañías, básicamente seguimos en la misma línea: aprovechar los precios que el mercado nos da para seguir incrementando posiciones. Las empresas nos gustan desde el inicio y con el paso del tiempo se confirma que estamos en buenas empresas. Al igual que en otros momentos, aprovechar dichos recortes no implica que automáticamente veamos cómo suben nuestras posiciones... pero en otros momentos sí es así. En el caso de Teekay- o de GYM el mes pasado- ha sido así.

No es que me disguste, desde luego, pero nunca pienso que sea eso lo que ha de suceder. Normalmente es al contrario. Lo único que cuenta, lo único que tiene sentido porque es lo único sobre lo que un inversor tiene un cierto “control” es sobre el precio que paga respecto al valor que ha calculado que tiene una determinada empresa.

A lo largo de los siguientes meses seguiremos valorando las compañías y comparando las posibles entradas frente a las que actualmente conforman nuestro equipo, valoraremos si merece la pena incorporarlas o si no... y si no hacemos ningún movimiento estaremos contentos por no generar costes de compraventa. A veces no hacer nada es una gran opción. Sintámonos tranquilos en la habitación de Pascal sin hacer nada... mientras nuestras empresas trabajan para nosotros.

Varios

Hace muy poquito la familia de los argonautas ha vuelto a crecer... ¡disfruta de tu sobrina Sofía, Diana y besos a sus padres también! Pocas cosas hay tan hermosas como recibir a un recién nacido en nuestros brazos y aunque Diana- mi amiga- ya es un encanto de por sí, con su sobrina en brazos es aún más. ¡Eso es alegría y no un extra de rentabilidad!

Por otro lado, dejadme que os recomiende entrar (¡y comprar!) en la web de la empresa Conservas Garriga (<http://www.conservasgarriga.com>) os aseguro que no os defraudará; he tenido ocasión de comprobar la calidad de algunos de sus productos y son de esas empresas que uno piensa...”en Estados Unidos estaría cotizando y podría invertir en ella”. Bien gestionada y con productos de calidad excelente... tienen muy claro que necesitan aportar valor al consumidor y lo consiguen... este tipo de empresas- generalmente familiares- suelen ser auténticos chollos en otros mercados; en el nuestro por unas causas y otras, esto no suele ser tan habitual. Conformaros con pedir un buen surtido cuando tengáis una celebración especial... ¡no os defraudará! (a mí aún me quedan por probar... pero hasta ahora no puedo agradecer más el detalle que un amigo y argonauta tuvo, sin tener por qué, conmigo).

El nivel de liquidez actual es el 29.94%. Contamos con unos 158 argonautas de toda España y subiendo y unos 6.736.000 euros bajo gestión.

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 66,67€, 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
5,44%	7,70%	8,16%	7,64%	11,09%	5,63%

Aunque os adjunto como anexo la Carta de Warren Buffett a los accionistas de Berkshire Hathaway- siempre con el permiso de mi amigo Andrei Trucmel que es quien la ha traducido- os adjunto también el enlace a la misma carta en el pdf que Andrei ha preparado para ValueSchool: <https://valueschool.es/carta-berkshire-2018>

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	12,07%	13,86%	13,72%	17,43%	17,79%	8,17%

Anualizada*	-0,53%	4,44%	4,96%	13,19%	17,95%	4,62%
Diferencia	5,16%	0,19%	-0,34%	-8,47%	-1,57%	

* Incluye desde el 16-12-2010

REAL Desde el 21-1-2011

Anualizada	-1,48%	3,40%	3,89%	12,90%	5,72%	4,69%
Diferencia	6,18%	1,29%	0,80%	-8,11%	-1,01%	



ANEXO: *(Gracias a Andrei Trucmel por su esfuerzo y generosidad)*

INTRODUCCIÓN POR VALUE SCHOOL

Pocos nombres están tan fuertemente vinculados a la historia de la inversión en valor como los de Warren Buffett y Charlie Munger, los máximos responsables de Berkshire Hathaway, el conglomerado empresarial no tecnológico más grande del mundo. Octogenario el primero y nonagenario el segundo, entre ambos acumulan casi dos siglos de conocimiento de los mercados y del comportamiento humano. En este documento que estás leyendo vas a encontrar la manifestación más reciente de su buen hacer empresarial y, concretamente, las formidables cifras que lo respaldan.

Mientras llega el día en que la comunidad inversora hispanohablante salude la publicación en nuestro idioma de todas las cartas de Buffett a los accionistas de Berkshire a lo largo de décadas al frente de su gestión, en Value School hemos querido acercarte la más reciente de ellas, publicada el pasado 23 de febrero.

Además de la carta completa en español, hemos seleccionado los fragmentos que nos han parecido más interesantes y los hemos clasificado por temas a modo de guía de lectura rápida; aunque esperamos que resulte de ayuda para los lectores más apresurados, recomendamos leer toda la carta tranquilamente, subrayando las ideas más interesantes y anotando las reflexiones que te susciten.

Si esta carta te resulta provechosa, pocas cosas nos alegrarán tanto como que la compartas con otras personas interesadas. Cada uno llegamos a la inversión en valor por nuestro propio camino. Quizá está en tu mano ser quien abra el portal de este apasionante mundo a un nuevo inversor inteligente.

“Dime a quién admiras y te diré en quién te convertirás.
Lo mejor que he hecho ha sido elegir bien a mis modelos.”
Warren E. Buffett

Feliz lectura,
Value School

ANEXO: MEJORES COMENTARIOS DE LA CARTA ORDENADOS POR BLOQUES

Sobre cambios en la contabilidad:

- Una nueva regla GAAP nos obliga a incluir ese último elemento en el cálculo de nuestro beneficio. Como subrayé en el informe anual de 2017, ni el vicepresidente de Berkshire, Charlie Munger, ni yo creemos que esa regla sea sensata. Más bien, los dos hemos pensado constantemente que en Berkshire este cambio en el cálculo del valor razonable produciría lo que describí como «cambios bruscos y caprichosos en nuestro beneficio contable».
- Estos grandes vaivenes en nuestros resultados trimestrales bajo las normas GAAP seguirán apareciendo irremediablemente. Eso es porque nuestra amplia cartera de empresas cotizadas, valorada en casi 173 mil millones de dólares a final de 2018, experimentará de vez en cuando fluctuaciones diarias en su valor de mercado de 2 mil millones de dólares o más. Fluctuaciones que, según la nueva regla GAAP de la que hablamos, deben registrarse como parte de nuestro beneficio. De hecho, en el cuarto trimestre, en el que hemos observado una gran volatilidad en los precios de las acciones, experimentamos varios días de «plusvalías» o «pérdidas» de más de 4 mil millones de dólares.
- ¿Nuestro consejo? Concéntrate en el beneficio operativo y presta poca atención a las plusvalías o pérdidas de cualquier otra naturaleza. Quiero decir que, de ninguna manera, esto disminuye la importancia de nuestras inversiones en el resultado de Berkshire. Con el tiempo, Charlie y yo esperamos que proporcionen plusvalías sustanciales, aunque sea de manera irregular en el tiempo.

Sobre el valor contable:

- El hecho es que el cambio anual en el valor contable por acción de Berkshire, que aparece a modo de despedida en la página 9, es una métrica que ha perdido la relevancia que antes tuvo. Esto se debe a tres factores. En primer lugar, Berkshire ha ido transformándose de una empresa cuyo valor se concentra en valores cotizados a una cuyo valor reside en el valor operativo de sus negocios. Charlie y yo esperamos que este cambio siga produciéndose de manera irregular. En segundo lugar, si bien nuestras participaciones en empresas cotizadas se valoran a precios de mercado, la normativa contable requiere que nuestras empresas no cotizadas se contabilicen por su valor contable, cuantía muy inferior a su valor real, generándose así una diferencia que ha aumentado en los últimos años. En tercer lugar, es probable que, con el tiempo, Berkshire recompre una gran cantidad de acciones y estas transacciones pueden que se realicen a precios por encima del valor en libros, pero por debajo de nuestra estimación del valor intrínseco. Las matemáticas que apoyarían tales recompras son sencillas: cada recompra hace que el valor intrínseco por acción suba, mientras que el valor en libros por acción disminuye. Esa combinación hace que el valor contable se aleje cada vez más de la realidad económica.

Sobre Ajit Jain y Greg Abel:

- Hemos tardado demasiado en realizar estos cambios. Ahora Berkshire está mucho mejor gestionada que cuando estaba yo solo al cargo de todas las operaciones. Ajit y Greg tienen un talento excepcional, y la sangre de Berkshire fluye por sus venas.

Sobre Berkshire como conjunto de negocios:

- Los inversores que valoran Berkshire suelen obsesionarse con los detalles de nuestros muchos y diversos negocios: nuestros «árboles» económicos, por así decirlo. Este tipo de análisis puede ser confuso, dado que somos dueños de una gran variedad de «especies», que van desde ramitas hasta secuoyas. Algunos de nuestros árboles están enfermos y es poco probable que sigan aquí dentro de una década. Sin embargo, muchos otros están destinados a crecer en tamaño y belleza.

- Finalmente, un punto de gran importancia: el valor de Berkshire se maximiza por haber combinado las cinco arboledas en una sola entidad. Este hecho nos permite asignar grandes cantidades de capital de manera eficiente y objetiva, eliminar el riesgo empresarial, evitar el aislamiento, financiar activos a un coste excepcionalmente bajo, a veces aprovecharnos de ventajas fiscales y minimizar los gastos generales.
- En Berkshire, el conjunto es superior, considerablemente superior, a la suma de las partes.

Sobre lo que Berkshire busca al invertir en un negocio:

- Antes de examinar en mayor detalle las primeras cuatro arboledas, permítanme recordarles nuestro principal objetivo al invertir su capital: comprar negocios bien gestionados, en su totalidad o parcialmente, que posean características económicas favorables y duraderas. También necesitamos hacer estas compras a precios razonables.

Sobre la ventaja en asignación de capital de Berkshire:

- A veces podemos obtener el control de empresas que cumplen con nuestros requisitos. Pero, normalmente, encontramos los atributos que buscamos en empresas que cotizan en bolsa, en las que normalmente adquirimos una participación de entre el 5% y el 10%. Esta dualidad en la asignación de grandes cantidades de capital es rara en las empresas estadounidenses y, en ocasiones, nos brinda una ventaja importante.
- Recientemente, nuestra forma de proceder de manera sensata ha sido bastante clara: muchas acciones nos han ofrecido mucho más valor a cambio de la inversión requerida frente a lo que podríamos obtener comprando negocios en su totalidad. Esa disparidad nos condujo a invertir alrededor de 43 mil millones de dólares en valores cotizados durante el año pasado, mientras que deshicimos posiciones por valor de 19 mil millones de dólares. Charlie y yo creemos que las compañías en las que hemos invertido nos ofrecen un margen de seguridad excelente, muy por encima del ofrecido en otras posibilidades de adquisición.

Sobre la honestidad al contabilizar gastos reales:

- Por ejemplo, los equipos gestores a veces afirman que la compensación basada en acciones de su empresa no debe contabilizarse como un gasto. (¿Qué otra cosa podría ser? ¿Un regalo de los accionistas?) ¿Y los gastos de reestructuración? Bueno, tal vez el gasto exacto de un año pasado no se repita. Pero las reestructuraciones de un tipo u otro son comunes en los negocios: Berkshire ha pasado por este proceso docenas de veces y nuestros accionistas siempre han sufrido el coste de hacerlo.

Sobre la amortización como gasto económico real; mantenimiento vs crecimiento:

- Charlie y yo sostenemos que nuestros gastos de amortización relacionados con adquisiciones a razón de 1,4 mil millones de dólares (detallados en la página K-84) no son un verdadero coste económico. Volvemos a sumar ese «gasto» de amortización al beneficio GAAP cuando estamos evaluando empresas privadas y empresas cotizadas.
- En cambio, el gasto de depreciación de 8,4 mil millones de dólares de Berkshire subestima nuestro coste económico real. De hecho, necesitamos gastar *más* de esta suma anualmente para seguir siendo competitivos en varios de nuestros negocios. Más allá de las inversiones de capital de «mantenimiento», gastamos grandes sumas en la búsqueda de crecimiento. En general, Berkshire invirtió una cifra récord de 14,5 mil millones de dólares el año pasado en activo inmovilizado, un 89% en Estados Unidos.

Sobre resultados no distribuidos y el uso de este por parte de las participadas:

- Las normas GAAP, que determinan el beneficio que tenemos que declarar, no nos permiten incluir las reservas de beneficios no distribuidos de nuestras participadas en nuestros estados financieros. Pero esas reservas son de enorme valor para nosotros: A lo largo de los años, los beneficios no distribuidos por nuestras empresas participadas (a nivel grupal) han terminado suponiendo una generación de patrimonio superior a un dólar por cada dólar reinvertido por estas empresas.

- Todas nuestras posiciones principales gozan de gran solidez financiera, y la mayoría utilizan una parte de sus beneficios no distribuidos para recomprar acciones. Nos encanta esto: si Charlie y yo creemos que las acciones de una participada están infravaloradas, nos alegramos cuando el equipo directivo emplea parte de sus beneficios para aumentar el porcentaje de propiedad de Berkshire.

Sobre el colchón de cash de Berkshire:

- Como cuarta arboleda, Berkshire acabó con 112 mil millones de dólares a cierre del año en letras del Tesoro de los Estados Unidos y otros equivalentes de efectivo, y otros 20 mil millones de dólares en otro tipo de instrumentos de renta fija. Consideramos que una parte de estas reservas es intocable, habiendo prometido mantener siempre al menos 20 mil millones dólares en equivalentes de efectivo para protegernos contra las calamidades externas. También hemos prometido evitar cualquier actividad que pueda impactar en el mantenimiento de este parachoques.
- Berkshire siempre será una fortaleza financiera. En la gestión, cometeré errores por comisión y también dejaré escapar muchas oportunidades, algunas de las cuales deberían haber sido obvias para mí. A veces, nuestras acciones se desplomarán a medida que los inversores huyan de las acciones. Pero nunca me arriesgaré a estar corto de efectivo.
- En los próximos años, esperamos destinar gran parte de nuestro exceso de liquidez hacia empresas que Berkshire podrá poseer a perpetuidad. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo no son buenas: los precios de empresas con buenas perspectivas a largo plazo son elevadísimos.
- Esta decepcionante realidad significa que es probable que en 2019 sigamos haciendo crecer nuestra cartera de cotizadas. Sin embargo, seguimos esperando realizar una adquisición mayúscula.

Sobre la recompra de acciones en Berkshire:

- Para los accionistas que se queden, la ventaja es obvia: si el mercado valora la participación de un socio que abandona en, por ejemplo, 90 centavos por cada dólar, los accionistas que permanezcan obtienen un aumento en el valor intrínseco por acción con cada recompra por parte de la empresa. Obviamente, las recompras deben depender del precio: comprar ciegamente una acción sobrevalorada destruye valor, algo que muchos CEOs pasan por alto.

Sobre el deber de Berkshire frente a los accionistas e inversores potenciales:

- Cuando una empresa dice que contempla hacer recompras, es vital que todos los accionistas reciban la información necesaria para hacer una estimación fundada del valor intrínseco. Proporcionar esa información es lo que Charlie y yo intentamos hacer en este informe. No queremos que un socio venda acciones a la compañía porque haya sido engañado o informado inadecuadamente.
- En Berkshire, nuestra audiencia no son ni los analistas ni los comentaristas: Charlie y yo estamos trabajando para nuestros socios accionistas. Los números que nos presenten serán los que les presentemos.

Sobre la filosofía largoplacista de Berkshire:

- Durante 54 años nuestras decisiones de gestión en Berkshire se han tomado desde el punto de vista de los accionistas que se quedan, no de los que se van. En consecuencia, Charlie y yo nunca nos hemos centrado en resultados trimestrales.
- Además, Berkshire no tiene presupuesto general (aunque muchas de nuestras subsidiarias lo necesiten). Nuestra falta de tal instrumento implica que la empresa matriz nunca ha tenido unos «objetivos» trimestrales que alcanzar. Eludir el uso de un objetivo que nos pueda afectar envía un mensaje importante a los gerentes de nuestras subsidiarias, fortaleciendo la cultura que valoramos.

Sobre las malas prácticas corporativas:

- A lo largo de los años, Charlie y yo hemos visto todo tipo de malas prácticas corporativas, tanto contables como operativas, inducidas por el deseo de los directivos de cumplir con las expectativas de Wall Street. Lo que comienza como una mentira «inocente» para no decepcionar a los analistas (como, por ejemplo, «forzar» ventas a final del trimestre, hacer la vista gorda ante pérdidas de seguros o retirar beneficios de nuestra «hucha»), en realidad puede ser el paso previo al fraude total. Puede que la intención del CEO sea jugar con las cuentas «solo por esta vez», pero es raro que solo sea una vez. Y si está bien que el jefe haga alguna trampilla, es fácil que sus subordinados adopten comportamientos similares.

Sobre el recorte de la tasa de impuestos corporativa y otros beneficios fiscales:

- Comencemos con una realidad económica: nos guste o no, el gobierno de los Estados Unidos «posee» una participación en los beneficios de Berkshire de un tamaño que viene determinado por el Congreso. En efecto, el Departamento del Tesoro de nuestro país posee una clase especial de nuestras acciones (algo así como la clase de acciones AA), que recibe grandes «dividendos» (o impuestos) de parte de Berkshire. En 2017, como en muchos años anteriores, la tasa impositiva corporativa era del 35%, lo que significaba que en el Tesoro estaban muy contentos con sus acciones AA. De hecho, las «acciones» del Tesoro, que no pagaban «dividendo» cuando asumimos el control en 1965, se han convertido en una posición que suministra miles de millones de dólares anuales al gobierno federal.
- El año pasado, sin embargo, el 40% de la «propiedad» del gobierno (14/35) fue devuelta a Berkshire cuando la tasa del impuesto corporativo se redujo al 21%. En consecuencia, nuestros accionistas «A» y «B» recibieron una gran subida en el beneficio atribuible a sus acciones.
- Este hecho incrementó sustancialmente el valor intrínseco de las acciones de Berkshire que usted y yo poseemos. Además, esto también aumentó el valor intrínseco de casi todas las acciones que Berkshire posee.
- Los beneficios fiscales obtenidos por nuestro gran negocio de servicios públicos se transfirieron a los clientes. Mientras tanto, la tasa impositiva aplicable a los cuantiosos dividendos que recibimos de negocios nacionales apenas se modificó ligeramente, cerca de un 13%. (Esta tasa más baja lleva siendo lógica durante mucho tiempo porque nuestras participadas ya pagan impuestos sobre el beneficio que posteriormente reparten a la matriz). En general, las nuevas leyes han hecho que las empresas y acciones que poseemos sean considerablemente más valiosas.

Sobre las características especiales del float de Berkshire:

- Con el tiempo, podremos experimentar caídas en nuestro *float*. Si esto sucediese, la disminución será muy gradual: no más de un 3% en un año. La naturaleza de nuestras pólizas de seguro es tal que nunca podemos estar sujetos a demandas inmediatas o a muy corto plazo por sumas que puedan comprometer nuestra posición de efectivo. Esta estructura la hemos diseñado así y es un componente clave en la inigualable fortaleza financiera de nuestras compañías aseguradoras. Nunca comprometeremos esta fortaleza.
- La dinámica competitiva de la industria casi garantiza que, a pesar de los beneficios por *float* que disfrutaban todas sus compañías, continuará con su triste historial de obtener rendimientos inferiores sobre su patrimonio neto tangible frente a otros negocios estadounidenses.
- Sin embargo, me gustan nuestras perspectivas. La incomparable fortaleza de Berkshire nos permite mucha más flexibilidad para invertir nuestro *float* que el que generalmente disfrutaban otras aseguradoras de *P/C*. Las amplias alternativas que tenemos disponibles siempre suponen una ventaja y, en ocasiones, se nos presentan grandes oportunidades. Cuando las opciones de otras aseguradoras se ven limitadas, las nuestras se expanden.
- Estos números no son un accidente: la evaluación de riesgos disciplinada es la prioridad diaria de nuestros gerentes del área de seguros, quienes saben que los beneficios del *float* pueden disiparse a causa de los malos resultados aseguradores. Aunque todas las aseguradoras digan que operan así, en Berkshire es una religión, al estilo del Antiguo Testamento.

Sobre la financiación de Berkshire:

- La ecuación de la ruleta rusa (normalmente ganas, a veces te mueres), puede tener sentido desde el punto de vista financiero para alguien que se beneficia de las buenas noticias de una empresa, pero que no sufre las malas. Esta estrategia sería una locura para Berkshire; las personas sensatas no arriesgan lo que tienen y necesitan por lo que no tienen y no necesitan.
- Más allá del uso de deuda y capital, Berkshire se ha beneficiado de manera importante de dos fuentes menos comunes de financiación corporativa. La más grande es el *float* que he descrito antes. Hasta ahora, esos fondos, aunque están registrados como una gran obligación de pago en nuestro balance general, han sido de mayor utilidad para nosotros que una cantidad equivalente de capital. Esto se debe a que generalmente han venido acompañados de beneficios aseguradores. En efecto, nos han pagado en la mayoría de los años por mantener y poner en uso el dinero de otras personas.
- Con el tiempo, la base de financiación de Berkshire, el lado derecho de nuestro balance, debería crecer, principalmente a través de las ganancias que retenemos. Nuestro trabajo es destinar el beneficio retenido en el lado izquierdo, adquiriendo activos atractivos.

Sobre los beneficios retenidos de la propia Berkshire y el interés compuesto:

- Al retener todos los beneficios durante mucho tiempo, y permitir que el interés compuesto haga su magia, hemos acumulado fondos que nos han permitido comprar y desarrollar las valiosas arboledas descritas anteriormente. Si hubiésemos seguido una política de retribución al accionista del 100%, seguiríamos trabajando con los 22 millones de dólares con los que comenzamos en 1965.

Sobre el precio que pagas por un negocio:

- A veces, un precio de compra absurdamente elevado hará que un negocio maravilloso se convierta en una inversión nefasta. Si no de forma permanente, por lo menos durante un período dolorosamente largo. Sin embargo, con el tiempo, el rendimiento de la inversión convergerá con el rendimiento del negocio. Y, como explicaré a continuación, el historial de los negocios estadounidenses ha sido extraordinario.

Sobre los inicios de Buffett como inversor y la historia de EEUU:

- El 11 de marzo se cumplirán 77 años desde el día de mi primera inversión en una empresa estadounidense. Corría el año 1942, tenía 11 años, y me lo jugué todo, invirtiendo los 114,75 dólares que empecé a ahorrar desde los seis años. Lo que compré fueron tres acciones preferentes de Cities Service. Me había convertido en un capitalista, y me sentía bien.
- Pongamos números a esa afirmación: si mis 114,75 dólares se hubiesen invertido en un fondo índice del S&P 500 sin comisiones, y reinvertiendo todos los dividendos, mi participación hubiese alcanzado un valor (antes de impuestos) de 606.811 dólares a fecha de 31 de enero de 2019 (los últimos datos disponibles antes de la impresión de esta carta). Eso implica multiplicar por 5.288. Mientras tanto, una inversión de 1 millón de dólares por parte de una institución libre de pagar impuestos en ese momento como, por ejemplo, un fondo de pensiones o una fundación universitaria, habría crecido hasta aproximadamente 5,3 mil millones de dólares.
- Permítanme añadir un cálculo adicional que creo que les sorprenderá: si esa institución hipotética hubiera pagado solo el 1% de sus activos anualmente a varios «asesores», como asesores financieros y consultores, su riqueza se reduciría a la mitad, 2,65 mil millones de dólares. Eso es lo que sucede a lo largo de 77 años cuando el rendimiento anualizado del 11.8% cosechado por el S&P 500 se recalcula a una tasa del 10.8%.
- Aquellos que auguran el apocalipsis debido a los déficits presupuestarios del gobierno (como yo mismo hice durante bastantes años) podrían señalar que la deuda nacional se ha multiplicado casi por 400 durante el último período de 77 años. ¡Eso es un 40.000%! Supongamos que usted habría podido prever esta subida y se podría haber asustado ante la perspectiva de grandes déficits y un dólar devaluado. Para

«protegerse» a sí mismo, es posible que hubiese evitado las acciones y terminó comprando 3 onzas y cuarto de oro con sus 114.75 dólares.

- ¿Y qué habría conseguido con esa supuesta protección? Ahora tendría un activo con un valor aproximado de 4.200 dólares, menos del 1% de lo que habría obtenido con una simple inversión pasiva en negocios estadounidenses. El metal mágico no ha sido rival para el coraje estadounidense.
- Charlie y yo reconocemos felizmente que gran parte del éxito de Berkshire ha sido simplemente un producto de lo que creo que debería llamarse «el viento de cola americano». Que empresas o ciudadanos estadounidenses se jacten de haber conseguido esto ellos solos supera los límites de la arrogancia. Las filas de cruces blancas en Normandía deberían avergonzar a quienes hacen tales afirmaciones.
- También hay otros países alrededor del mundo con futuros brillantes. Debemos alegrarnos de esto: los estadounidenses seremos más prósperos y estaremos más seguros si todas las naciones prosperan. En Berkshire esperamos invertir grandes sumas fuera de nuestras fronteras.

Sobre el ahorro, una visión austríaca:

- ¿Recuerda cómo antes he descrito los beneficios acumulados como la clave de la prosperidad de Berkshire? Lo mismo ha sucedido con América. En la contabilidad de la nación, el elemento comparable serían los «ahorros». Y tanto que hemos ahorrado. Si nuestros antepasados hubiesen consumido todo lo que producían en vez de ahorrar, no habría existido inversión, ni mejoras de la productividad, ni un salto en el nivel de vida.

BONUS TRACK; bromas, citas y otras frases del Oráculo:

- Abraham Lincoln una vez planteó la pregunta: «si llamas pata a la cola de un perro, ¿cuántas patas tiene?». Y luego respondió a su propia pregunta: «cuatro, porque llamar pata a una cola no la convierte en una». Lincoln habría sido un incomprendido en Wall Street.
- Incluso a nuestros 88 y 95 años de edad (yo soy el joven), esa esperanza (de realizar una adquisición) es lo que hace que mi corazón y el de Charlie se aceleren. (El mero hecho de escribir sobre la posibilidad de una gran compra ha hecho que mi pulso se dispare).
- Mi previsión de comprar más acciones no es una recomendación sobre qué hará el mercado. Charlie y yo no tenemos ni idea de cómo se comportarán las acciones la próxima semana o el próximo año. Nunca hemos tenido interés en hacer este tipo de predicciones. Nuestro foco, más bien, está puesto en calcular si una parte de un buen negocio vale más de lo que señala el precio de mercado.
- Olvídense: sería una tontería vender cualquiera de nuestras maravillosas compañías, incluso si la venta estuviese exenta de impuestos. Las buenas empresas son extremadamente difíciles de encontrar. Vender un negocio que tienes la suerte de poseer, no tiene ningún sentido.
- A día de hoy, Charlie y yo no tenemos ningún interés en unírnos a ese grupo (gente que desinvierte). Quizás nos convirtamos en derrochadores cuando llegemos a nuestra vejez.
- Sin embargo, algunos vendedores pueden discrepar con nuestro cálculo del valor y otros pueden haber encontrado inversiones que consideran más atractivas que las acciones de Berkshire. Parte de este segundo grupo tendrá razón: hay, sin duda, muchas acciones que ofrecerán rentabilidades muy superiores a las nuestras.
- Ocurrirá una gran catástrofe que ridiculizará a los huracanes Katrina y Michael, quizás mañana o tal vez dentro de décadas. «El gran error» podrá provenir de una fuente tradicional, como un huracán o un terremoto, o puede ser una sorpresa total que involucre, digamos, un ciberataque que tenga consecuencias desastrosas que las aseguradoras no contemplan ahora. Cuando ocurra tal catástrofe, haremos frente a nuestra parte de las pérdidas y serán grandes, muy grandes. Sin embargo, a diferencia de muchas otras aseguradoras, buscaremos adquirir negocios al día siguiente.

- La mitad de la propiedad de GEICO le costó a Berkshire 47 millones de dólares, aproximadamente lo que le costaría hoy en día un apartamento lujoso en Nueva York.
- A finales de 1995, después de que Tony hubiera revitalizado GEICO, Berkshire hizo una oferta para comprar el 50% restante de la compañía por 2,3 mil millones de dólares, aproximadamente 50 veces lo que pagamos por la primera mitad (¡y la gente dice que soy un tacaño!).
- Christopher Wren, arquitecto de la catedral de San Pablo, está enterrado dentro de esta iglesia londinense. En su tumba encontramos estas palabras (traducidas del latín): «si buscas mi monumento, mira a tu alrededor». Los escépticos en lo referente a la economía estadounidense deberían prestar atención a este mensaje.
- Durante 54 años, Charlie y yo hemos amado nuestros trabajos. Diariamente, hacemos lo que nos parece interesante, trabajando con personas que nos gustan y en las que confiamos. Y ahora nuestra nueva estructura de gestión ha hecho que nuestras vidas sean aún más placenteras.
- Contando con todo el conjunto, es decir, con Ajit y Greg al cargo de las operaciones, una buena cartera de negocios, una generación de «flujo» de efectivo como la de las Cataratas del Niágara, un equipo de gerentes talentosos y una cultura empresarial sólida, su compañía está en buena forma para lo que sea que nos depare el futuro.

Rendimiento de Berkshire frente al S&P 500

Año	Variación anual		
	En valor en libros por acción de BRK	En valor de mercado por acción de BRK	En el S&P 500 incluyendo dividendos
1965	23,8	49,5	10,0
1966	20,3	(3,4)	(11,7)
1967	11,0	13,3	30,9
1968	19,0	77,8	11,0
1969	16,2	19,4	(8,4)
1970	12,0	(4,6)	3,9
1971	16,4	80,5	14,6
1972	21,7	8,1	18,9
1973	4,7	(2,5)	(14,8)
1974	5,5	(48,7)	(26,4)
1975	21,9	2,5	37,2
1976	59,3	129,3	23,6
1977	31,9	46,8	(7,4)
1978	24,0	14,5	6,4
1979	35,7	102,5	18,2
1980	19,3	32,8	32,3
1981	31,4	31,8	(5,0)
1982	40,0	38,4	21,4
1983	32,3	69,0	22,4
1984	13,6	(2,7)	6,1
1985	48,2	93,7	31,6
1986	26,1	14,2	18,6
1987	19,5	4,6	5,1
1988	20,1	59,3	16,6
1989	44,4	84,6	31,7
1990	7,4	(23,1)	(3,1)
1991	39,6	35,6	30,5
1992	20,3	29,8	7,6
1993	14,3	38,9	10,1
1994	13,9	25,0	1,3
1995	43,1	57,4	37,6
1996	31,8	6,2	23,0
1997	34,1	34,9	33,4
1998	48,3	52,2	28,6
1999	0,5	(19,9)	21,0
2000	6,5	26,6	(9,1)
2001	(6,2)	6,5	(11,9)
2002	10,0	(3,8)	(22,1)
2003	21,0	15,8	28,7
2004	10,5	4,3	10,9
2005	6,4	0,8	4,9
2006	18,4	24,1	15,8
2007	11,0	28,7	5,5
2008	-9,6	(31,8)	(37,0)
2009	19,8	2,7	26,5
2010	13,0	21,4	15,1
2011	4,6	(4,7)	2,1
2012	14,4	16,8	16,0
2013	18,2	32,7	32,4
2014	8,3	27,0	13,7
2015	6,4	(12,5)	1,4
2016	10,7	23,4	12,0
2017	23,0	21,9	21,8
2018	0,4	2,8	(4,4)
Rentabilidad anual compuesta – 1965 a 2018	18,7%	20,5%	9,7%
Revalorización total – 1964 a 2018	1.091.899%	2.472.627%	15.019%

Nota: Los datos se refieren a años naturales excepto 1965 y 1966 (fin de año fiscal a 30 de septiembre) y 1967 (año fiscal de 15 meses que termina el 31 de diciembre). A partir de 1979 las normas contables requieren que las compañías aseguradoras valoren sus participaciones en empresas cotizadas a valor de mercado en vez de al menor entre el coste y el valor de mercado, como se requería anteriormente. En esta tabla, los resultados de Berkshire se han reformulado para cumplir con el cambio de normativa. Por lo demás, los resultados han sido calculados utilizando las cifras publicadas originalmente por Berkshire. Los datos del S&P 500 son antes de impuestos, mientras que los datos de Berkshire son después de impuestos. Si una empresa como Berkshire simplemente se hubiese dedicado a comprar el S&P 500 y hubiese devengado los impuestos correspondientes, el resultado habría sido bastante inferior al del S&P 500 durante

los años en los que el índice hubiese tenido una rentabilidad positiva, pero habrían sido superiores en los años en los que el índice hubiese tenido una rentabilidad negativa. Con el paso de los años, la carga impositiva habría causado una diferencia negativa muy grande.

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

A los accionistas de Berkshire Hathaway Inc.:

Berkshire ganó 4.000 millones de dólares en 2018 según los principios de contabilidad generalmente aceptados (comúnmente llamados «PCGA» o «GAAP» en inglés). Esta cifra está compuesta por 24,8 mil millones de dólares en beneficios operativos, una pérdida latente de 3 mil millones de dólares por un deterioro de activos intangibles (que surge casi en su totalidad de nuestra participación en Kraft Heinz), 2,8 mil millones de dólares de beneficios por la venta de valores cotizados y una pérdida de 20,6 mil millones de dólares por una caída en la cantidad de plusvalías latentes que existían en nuestra cartera de participadas.

Una nueva regla GAAP nos obliga a incluir ese último elemento en el cálculo de nuestro beneficio. Como subrayé en el informe anual de 2017, ni el vicepresidente de Berkshire, Charlie Munger, ni yo creemos que esa regla sea sensata. Más bien, los dos hemos pensado constantemente que en Berkshire este cambio en el cálculo del valor razonable produciría lo que describí como «cambios bruscos y caprichosos en nuestro beneficio contable».

La precisión de esta predicción puede juzgarse por nuestros resultados trimestrales a lo largo de 2018. En el primer y cuarto trimestre reconocimos pérdidas GAAP de 1,1 mil millones y 25,4 mil millones de dólares, respectivamente. En el segundo y tercer trimestre reconocimos plusvalías de 12 mil millones y 18,5 mil millones de dólares. En completo contraste con estos datos, los diversos negocios que posee Berkshire obtuvieron beneficios operativos sólidos y satisfactorios en *todos* los trimestres. En todo el año, esos beneficios superaron en un 41% el máximo de 2016 de 17,6 mil millones de dólares.

Estos grandes vaivenes en nuestros resultados trimestrales bajo las normas GAAP seguirán apareciendo irremediablemente. Eso es porque nuestra amplia cartera de empresas cotizadas, valorada en casi 173 mil millones de dólares a final de 2018, experimentará de vez en cuando fluctuaciones diarias en su valor de mercado de 2 mil millones de dólares o más. Fluctuaciones que, según la nueva regla GAAP de la que hablamos, deben registrarse como parte de nuestro beneficio. De hecho, en el cuarto trimestre, en el que hemos observado una gran volatilidad en los precios de las acciones, experimentamos varios días de «plusvalías» o «pérdidas» de más de 4 mil millones de dólares.

¿Nuestro consejo? Concéntrate en el beneficio operativo y preste poca atención a las plusvalías o pérdidas de cualquier otra naturaleza. Quiero decir que, de ninguna manera, esto disminuye la importancia de nuestras inversiones en el resultado de Berkshire. Con el tiempo, Charlie y yo esperamos que proporcionen plusvalías sustanciales, aunque sea de manera irregular en el tiempo.

* * * * *

Los lectores más antiguos de nuestros informes anuales se habrán percatado de las diferencias en cómo escribo la introducción de esta carta. Durante casi tres décadas el párrafo inicial contenía la variación porcentual del valor en libros por acción de Berkshire. Ha llegado la hora de abandonar esta costumbre.

El hecho es que el cambio anual en el valor contable por acción de Berkshire, que aparece a modo de despedida en la página 9, es una métrica que ha perdido la relevancia que antes tuvo. Esto se debe a tres factores. En primer lugar, Berkshire ha ido transformándose de una empresa cuyo valor se concentra en valores cotizados a una cuyo valor reside en el valor operativo de sus negocios. Charlie y yo esperamos que este cambio siga produciéndose de manera irregular. En segundo lugar, si bien nuestras participaciones en empresas cotizadas se valoran a precios de mercado, la normativa contable requiere que nuestras empresas no cotizadas se contabilicen por su valor contable, cuantía muy inferior a su valor real, generándose así una diferencia que ha aumentado en los últimos años. En tercer lugar, es probable que, con el tiempo, Berkshire recompre una gran cantidad de acciones y estas transacciones puede que se realicen a precios por encima del valor en libros, pero por debajo de nuestra estimación del valor intrínseco. Las matemáticas que apoyarían tales recompras son sencillas: cada recompra hace que el valor intrínseco por acción suba, mientras que el valor en libros por acción disminuye. Esa combinación hace que el valor contable se aleje cada vez más de la realidad económica.

En futuras tablas que contengan nuestros resultados financieros, esperamos centrarnos en el precio de mercado de Berkshire. Los mercados pueden ser extremadamente caprichosos: tan solo mire los 54 años de historia de la cotización en la página X. Con el tiempo, no obstante, el precio de las acciones de Berkshire será un buen estimador del desempeño de nuestros negocios.

* * * * *

Antes de continuar, quiero darles una buena noticia, una muy buena noticia, que no se refleja en nuestros estados financieros. Se refiere a los cambios en la gestión de nuestros negocios que hicimos a principios de 2018, cuando Ajit Jain fue puesto al mando de todas las actividades de seguros y Greg Abel recibió autoridad sobre el resto de negocios. Hemos tardado demasiado en realizar estos cambios. Ahora Berkshire está mucho mejor gestionada que cuando estaba yo solo al cargo de todas las operaciones. Ajit y Greg tienen un talento excepcional, y la sangre de Berkshire fluye por sus venas.

Ahora echemos un vistazo a los negocios que ustedes poseen como accionistas.

Concéntrese en el bosque y olvídense de los árboles

Los inversores que valoran Berkshire suelen obsesionarse con los detalles de nuestros muchos y diversos negocios: nuestros «árboles» económicos, por así decirlo. Este tipo de análisis puede ser confuso, dado que somos dueños de una gran variedad de «especies», que van desde ramitas hasta secuoyas. Algunos de nuestros árboles están enfermos y es poco probable que sigan aquí dentro de una década. Sin embargo, muchos otros están destinados a crecer en tamaño y belleza.

Afortunadamente, no es necesario evaluar cada árbol individualmente para hacer un cálculo aproximado del valor intrínseco de Berkshire. Esto se debe a que nuestro bosque está formado por cinco «arboledas» de gran importancia, cada una de las cuales se puede evaluar, con una precisión razonable, grupalmente. Cuatro de esos bosques son grupos de negocios y activos financieros de distintos sectores que son fácilmente entendibles. La quinta, nuestra enorme y diverso negocio de seguros, ofrece un gran valor a Berkshire de una manera un tanto menos obvia, que explicaré más adelante en esta carta.

Antes de examinar en mayor detalle las primeras cuatro arboledas, permítanme recordarles nuestro principal objetivo al invertir su capital: comprar negocios bien gestionados, en su totalidad o parcialmente, que posean características económicas favorables y duraderas. También necesitamos hacer estas compras a precios razonables.

A veces podemos obtener el control de empresas que cumplen con nuestros requisitos. Pero, normalmente, encontramos los atributos que buscamos en empresas que cotizan en bolsa, en las que normalmente adquirimos una participación de entre el 5% y el 10%. Esta dualidad en la asignación de grandes cantidades de capital es rara en las empresas estadounidenses y, en ocasiones, nos brinda una ventaja importante.

Recientemente, nuestra forma de proceder de manera sensata ha sido bastante clara: muchas acciones nos han ofrecido mucho más valor a cambio de la inversión requerida frente a lo que podríamos obtener comprando negocios en su totalidad. Esa disparidad nos condujo a invertir alrededor de 43 mil millones de dólares en valores cotizados durante el año pasado, mientras que deshicimos posiciones por valor de 19 mil millones de dólares. Charlie y yo creemos que las compañías en las que hemos invertido nos ofrecen un gran margen de seguridad, por encima del ofrecido en otras posibilidades de adquisición.

A pesar de nuestras recientes incorporaciones a la cartera de cotizadas, la arboleda más valiosa en el bosque de Berkshire sigue siendo la cartera de varias docenas de negocios no aseguradores que Berkshire controla (normalmente con un 100% de propiedad y nunca con menos del 80%). Esas subsidiarias ganaron 16,8 mil millones de dólares el año pasado. Además, cuando decimos «ganado», describimos lo que queda después de todos los impuestos sobre beneficios, pagos de intereses, compensaciones a directivos (ya sea en efectivo o en acciones), gastos de reestructuración, amortizaciones y gastos generales de cada oficina central.

Esta definición de beneficio poco tiene que ver con la que ofrecen normalmente los banqueros de Wall Street o los ejecutivos en general. Es frecuente que en sus presentaciones incluyan el «EBITDA ajustado», una medida que redefine el «beneficio» para excluir ciertos costes que son totalmente reales.

Por ejemplo, los equipos gestores a veces afirman que la compensación basada en acciones de su empresa no debe contabilizarse como un gasto. (¿Qué otra cosa podría ser? ¿Un regalo de los accionistas?) ¿Y los gastos de reestructuración? Bueno, tal vez el gasto exacto de un año pasado no se repita. Pero las reestructuraciones de un tipo u otro son comunes en los negocios: Berkshire ha pasado por este proceso docenas de veces y nuestros accionistas siempre han sufrido el coste de hacerlo.

Abraham Lincoln una vez planteó la pregunta: «si llamas pata a la cola de un perro, ¿cuántas patas tiene?». Y luego respondió a su propia pregunta: «cuatro, porque llamar pata a una cola no la convierte en una». Lincoln habría sido un incomprendido en Wall Street.

Charlie y yo sostenemos que nuestros gastos de amortización relacionados con adquisiciones a razón de 1,4 mil millones de dólares (detallados en la página K-84) no son un verdadero coste económico. Volvemos a sumar ese «gasto» de amortización al beneficio GAAP cuando estamos evaluando empresas privadas y empresas cotizadas.

En cambio, el gasto de depreciación de 8,4 mil millones de dólares de Berkshire subestima nuestro coste económico real. De hecho, necesitamos gastar *más* de esta suma anualmente para seguir siendo competitivos en varios de nuestros negocios. Más allá de las inversiones de capital de «mantenimiento», gastamos grandes sumas en la búsqueda de crecimiento. En general, Berkshire invirtió una cifra récord de 14,5 mil millones de dólares el año pasado en activo inmovilizado, un 89% en Estados Unidos.

La segunda arboleda más importante de Berkshire según su valor es la cartera de cotizadas, que generalmente son posiciones de control de entre el 5 y el 10% en grandes empresas cotizadas. Como señalamos anteriormente, nuestras inversiones en cotizadas valían casi 173 mil millones de dólares a cierre del año, una cantidad muy superior a su coste. Si la cartera se hubiera vendido por su valor a final de año, el impuesto sobre las plusvalías generado sería de aproximadamente 14,7 mil millones de dólares. Es muy probable que mantengamos la mayoría de estas acciones durante mucho tiempo. Sin embargo, eventualmente, las plusvalías generarán impuestos al tipo vigente en el momento de la venta.

Nuestras participadas nos pagaron 3,8 mil millones de dólares en dividendos el año pasado, una suma que aumentará en 2019. Sin embargo, aún más importantes que los dividendos son los enormes beneficios que estas compañías retienen anualmente. Considere solamente, como indicador, las cifras de nuestras cinco participaciones más grandes.

Empresa	Participación a final de año	Parte que le corresponde a Berkshire, en millones de dólares, de	
		Dividendos (1)	Beneficios no distribuidos (2)
American Express	17,9%	237 \$	997 \$
Apple	5,4%	745	2.502
Bank of America	9,5%	551	2.096
Coca-Cola	9,4%	624	(21)
Wells Fargo	9,8%	809	1.263
Total		2.966 \$	6.837 \$

(1) Conforme la tasa de dividendos actual.

(2) Conforme el beneficio de 2018 restando el pago de dividendos a acciones ordinarias y preferentes.

Las normas GAAP, que determinan el beneficio que tenemos que declarar, no nos permiten incluir las reservas de beneficios no distribuidos de nuestras participadas en nuestros estados financieros. Pero esas reservas son de enorme valor para nosotros: A lo largo de los años, los beneficios no distribuidos por nuestras empresas participadas (a nivel grupal) han terminado suponiendo una generación de patrimonio superior a un dólar por cada dólar reinvertido por estas empresas.

Todas nuestras posiciones principales gozan de gran solidez financiera, y la mayoría utilizan una parte de sus beneficios no distribuidos para recomprar acciones. Nos encanta esto: si Charlie y yo creemos que las acciones de una participada están infravaloradas, nos alegramos cuando el equipo directivo emplea parte de sus beneficios para aumentar el porcentaje de propiedad de Berkshire.

Veamos un ejemplo de la tabla anterior: el número de acciones en American Express que Berkshire tiene se ha mantenido sin cambios en los últimos ocho años. Mientras tanto, nuestra propiedad ha aumentado del 12,6% al 17,9% debido a las recompras hechas por la compañía. El año pasado, la porción de Berkshire de los 6,9 mil millones de dólares ganados por American Express era de 1,2 mil millones de dólares, cerca del 96% de los 1,3 mil millones de dólares pagados por adquirir nuestra participación en la compañía. Cuando los beneficios crecen y el número de acciones cae, a los propietarios les acaba yendo bien.

Un tercer compartimento del negocio de Berkshire es un cuarteto de compañías en las que compartimos el control con otras partes. Nuestra parte del beneficio operativo después de impuestos de estos negocios (26,7% de Kraft Heinz, 50% de Berkadia y Electric Transmission Texas y 38,6% de Pilot Flying J) alcanzaron los 1,3 mil millones de dólares en 2018.

Como cuarta arboleda, Berkshire acabó con 112 mil millones de dólares a cierre del año en letras del Tesoro de los Estados Unidos y otros equivalentes de efectivo, y otros 20 mil millones de dólares en otro tipo de instrumentos de renta fija. Consideramos que una parte de estas reservas es intocable, habiendo prometido mantener siempre al menos 20 mil millones dólares en equivalentes de efectivo para protegernos contra las calamidades externas. También hemos prometido evitar cualquier actividad que pueda impactar en el mantenimiento de este parachoques.

Berkshire siempre será una fortaleza financiera. En la gestión, cometeré errores por comisión y también dejaré escapar muchas oportunidades, algunas de las cuales deberían haber sido obvias para mí. A veces, nuestras acciones se desplomarán a medida que los inversores huyan de las acciones. Pero nunca me arriesgaré a estar corto de efectivo.

En los próximos años, esperamos destinar gran parte de nuestro exceso de liquidez hacia empresas que Berkshire podrá poseer a perpetuidad. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo no son buenas: los precios de empresas con buenas perspectivas a largo plazo son elevadísimos.

Esta decepcionante realidad significa que es probable que en 2019 sigamos haciendo crecer nuestra cartera de cotizadas. Sin embargo, seguimos esperando realizar una adquisición mayúscula. Incluso a nuestros 88 y 95 años de edad (yo soy el joven), esa esperanza es lo que hace que mi corazón y el de Charlie se aceleren. (El mero hecho de escribir sobre la posibilidad de una gran compra ha hecho que mi pulso se dispare).

Mi previsión de comprar más acciones no es una recomendación sobre qué hará el mercado. Charlie y yo no tenemos ni idea de cómo se comportarán las acciones la próxima semana o el próximo año. Nunca hemos tenido interés en hacer este tipo de predicciones. Nuestro foco, más bien, está puesto en calcular si una parte de un buen negocio vale más de lo que señala el precio de mercado.

* * * * *

Creo que el valor intrínseco de Berkshire se puede estimar sumando el valor de nuestras cuatro arboledas y restando una cantidad apropiada de los impuestos que debemos pagar al vender las acciones. ¿Deberíamos sumar también el ahorro fiscal que supondría para Berkshire vender los negocios no cotizados que controla? Olvídense: sería una tontería vender cualquiera de nuestras maravillosas compañías, incluso si la venta estuviese exenta de impuestos. Las buenas empresas son extremadamente difíciles de encontrar. Vender un negocio que tienes la suerte de poseer, no tiene ningún sentido.

El gasto por intereses de toda nuestra deuda se ha deducido como un gasto en el cálculo del beneficio en los negocios no aseguradores de Berkshire. Más allá de eso, gran parte de nuestras posiciones en las primeras cuatro arboledas están financiadas por fondos generados por el quinto bosque de Berkshire, una cartera de compañías aseguradoras excepcionales. A este capital le llamamos *float*, una fuente de financiación que esperamos que sea gratuita, o que incluso nos paguen por financiarnos, a largo plazo. Explicaremos el *float* más adelante en esta carta.

Finalmente, un punto de gran importancia: el valor de Berkshire se maximiza por haber combinado las cinco arboledas en una sola entidad. Este hecho nos permite asignar grandes cantidades de capital de manera eficiente y objetiva, eliminar el riesgo empresarial, evitar el aislamiento, financiar activos a un coste excepcionalmente bajo, a veces aprovecharnos de ventajas fiscales y minimizar los gastos generales.

En Berkshire, el conjunto es superior, considerablemente superior, a la suma de las partes.

Recompras y presentación de resultados

Anteriormente mencioné que Berkshire recompraría sus propias acciones de vez en cuando. Suponiendo que compramos con un descuento sobre el valor intrínseco de Berkshire, que sin duda será nuestra intención, las recompras beneficiarán tanto a los accionistas que abandonen la empresa como a los que se queden.

Aunque es cierto que la ventaja de las recompras es pequeña para quienes se vayan. Esto se debe a que compraremos con cautela, minimizando cualquier impacto en el precio de las acciones de Berkshire. Sin embargo, hay algo de beneficio para los vendedores en tener un comprador extra en el mercado.

Para los accionistas que se queden, la ventaja es obvia: si el mercado valora la participación de un socio que abandona en, por ejemplo, 90 centavos por cada dólar, los accionistas que permanezcan obtienen un aumento en el valor intrínseco por acción con cada recompra por parte de la empresa. Obviamente, las recompras deben depender del precio: comprar ciegamente una acción sobrevalorada destruye valor, algo que muchos CEOs pasan por alto.

Cuando una empresa dice que contempla hacer recompras, es vital que todos los accionistas reciban la información necesaria para hacer una estimación fundada del valor intrínseco. Proporcionar esa información es lo que Charlie y yo intentamos hacer en este informe. No queremos que un socio venda acciones a la compañía porque haya sido engañado o informado inadecuadamente.

Sin embargo, algunos vendedores pueden discrepar con nuestro cálculo del valor y otros pueden haber encontrado inversiones que consideran más atractivas que las acciones de Berkshire. Parte de este grupo tendrá razón: hay, sin duda, muchas acciones que ofrecerán rentabilidades superiores a las nuestras.

Además, algunos accionistas pueden decidir simplemente que ya es hora de que ellos o sus familias se conviertan en consumidores netos en lugar de seguir construyendo patrimonio. A día de hoy, Charlie y yo no tenemos ningún interés en unirnos a ese grupo. Quizás nos convirtamos en derrochadores cuando llegemos a nuestra vejez.

* * * * *

Durante 54 años nuestras decisiones de gestión en Berkshire se han tomado desde el punto de vista de los accionistas que se quedan, no de los que se van. En consecuencia, Charlie y yo nunca nos hemos centrado en resultados trimestrales.

Berkshire, de hecho, puede ser la única compañía en Fortune 500 que no publica informes mensuales de resultados o balances provisionales. Por supuesto, regularmente veo los informes financieros mensuales de la mayoría de las subsidiarias. Pero Charlie y yo solo nos enteramos de los resultados y la posición financiera de Berkshire trimestralmente.

Además, Berkshire no tiene presupuesto general (aunque muchas de nuestras subsidiarias lo necesiten). Nuestra falta de tal instrumento implica que la empresa matriz nunca ha tenido unos «objetivos» trimestrales que alcanzar. Eludir el uso de un objetivo que nos pueda afectar envía un mensaje importante a los gerentes de nuestras subsidiarias, fortaleciendo la cultura que valoramos.

A lo largo de los años, Charlie y yo hemos visto todo tipo de malas prácticas corporativas, tanto contables como operativas, inducidas por el deseo de los directivos de cumplir con las expectativas de Wall Street. Lo que comienza como una mentira «inocente» para no decepcionar a los analistas (como, por ejemplo, «forzar» ventas a final del trimestre, hacer la vista gorda ante pérdidas de seguros o retirar beneficios de

nuestra «hucha»), en realidad puede ser el paso previo al fraude total. Puede que la intención del CEO sea jugar con las cuentas «solo por esta vez», pero es raro que solo sea una vez. Y si está bien que el jefe haga alguna trampa, es fácil que sus subordinados adopten comportamientos similares.

En Berkshire, nuestra audiencia no son ni los analistas ni los comentaristas: Charlie y yo estamos trabajando para nuestros socios accionistas. Los números que nos presenten serán los que les presentemos.

Negocios no aseguradores: desde piruletas hasta locomotoras

Ahora echemos un vistazo a la arboleda más valiosa de Berkshire (nuestra colección de negocios que no son aseguradoras), teniendo en cuenta que no queremos presentar información demasiado útil para nuestros competidores. Pueden encontrar detalles adicionales sobre cada empresa entre las páginas K-5 y K-22 y entre las páginas K-40 y K-51 del informe anual.

Viéndolas como un grupo, estas empresas obtuvieron un beneficio antes de impuestos de 20,8 mil millones de dólares en 2018, un aumento del 24% respecto a 2017. Las adquisiciones que hicimos en 2018 participaron solo testimonialmente en este aumento del beneficio.

Me centraré en las cifras antes de impuestos. Pero nuestro beneficio después de impuestos en 2018 de estas empresas fue mucho mayor (47%) gracias, en gran parte, al recorte en la tasa impositiva corporativa que entró en vigor a principios de este año. Veamos por qué el impacto fue tan grande.

Comencemos con una realidad económica: nos guste o no, el gobierno de los Estados Unidos «posee» una participación en los beneficios de Berkshire de un tamaño que viene determinado por el Congreso. En efecto, el Departamento del Tesoro de nuestro país posee una clase especial de nuestras acciones (algo así como la clase de acciones AA), que recibe grandes «dividendos» (o impuestos) de parte de Berkshire. En 2017, como en muchos años anteriores, la tasa impositiva corporativa era del 35%, lo que significaba que en el Tesoro estaban muy contentos con sus acciones AA. De hecho, las «acciones» del Tesoro, que no pagaban «dividendo» cuando asumimos el control en 1965, se han convertido en una posición que suministra miles de millones de dólares anuales al gobierno federal.

El año pasado, sin embargo, el 40% de la «propiedad» del gobierno (14/35) fue devuelta a Berkshire cuando la tasa del impuesto corporativo se redujo al 21%. En consecuencia, nuestros accionistas «A» y «B» recibieron una gran subida en el beneficio atribuible a sus acciones.

Este hecho incrementó sustancialmente el valor intrínseco de las acciones de Berkshire que usted y yo poseemos. Además, esto también aumentó el valor intrínseco de casi todas las acciones que Berkshire posee.

Ese sería el titular. Pero hay otros factores a considerar que favorecieron nuestro beneficio. Por ejemplo, los beneficios fiscales obtenidos por nuestro gran negocio de servicios públicos se transfirieron a los clientes. Mientras tanto, la tasa impositiva aplicable a los cuantiosos dividendos que recibimos de negocios nacionales apenas se modificó ligeramente, cerca de un 13%. (Esta tasa más baja lleva siendo lógica durante mucho tiempo porque nuestras participadas ya pagan impuestos sobre el beneficio que posteriormente reparten a la matriz). En general, las nuevas leyes han hecho que las empresas y acciones que poseemos sean considerablemente más valiosas.

Volvamos al desempeño de nuestros negocios no aseguradores. Nuestras dos grandes secuoyas que se imponen en este bosque son BNSF y Berkshire Hathaway Energy (participación del 90,9%). Juntas, ganaron 9,3 mil millones de dólares antes de impuestos el año pasado, un 6% más que en 2017. Puede leer más sobre estos negocios entre las páginas K-5 y K-10 y páginas K-40 y K-45.

Nuestras siguientes cinco subsidiarias no aseguradoras, clasificadas según sus beneficios (pero presentadas aquí en orden alfabético); Clayton Homes, International Metalworking, Lubrizol, Marmon y Precision Castparts, obtuvieron, en conjunto, un beneficio antes de impuestos en 2018 de 6,4 mil millones de dólares, más que los 5,5 mil millones de dólares que ganaron en 2017.

Los cinco siguientes, clasificados y enumerados de la misma forma; Forest River, Johns Manville, MiTek, Shaw y TTI, obtuvieron 2,4 mil millones de dólares antes de impuestos el año pasado, más que los 2,1 mil millones de dólares de 2017.

El resto de negocios no relacionados con los seguros que posee Berkshire (y son muchos) obtuvieron beneficios antes de impuestos de 3,6 mil millones de dólares en 2018 frente a los 3,3 mil millones de dólares de 2017.

Seguros, *float* y la financiación de Berkshire

Nuestro negocio asegurador de *property/casualty* ("*P/C*"), nuestra quinta arboleda, ha sido el motor que ha impulsado el crecimiento de Berkshire desde 1967, año en el que adquirimos National Indemnity y su compañía hermana, National Fire & Marine, por 8,6 millones de dólares. Hoy en día, National Indemnity es la mayor empresa de *property/casualty* del mundo, en función de patrimonio neto.

Uno de los principales atractivos de «*P/C*» es el modelo de negocio de la industria: las aseguradoras de «*P/C*» reciben las primas por adelantado y pagan las reclamaciones más adelante. En casos extremos, como las reclamaciones derivadas de la exposición al amianto o accidentes laborales graves, los pagos pueden extenderse durante varias décadas.

Este modelo en el que «cobras por adelantado y pagas más tarde» implica que las aseguradoras de *P/C* guardan temporalmente grandes sumas (dinero que llamamos «*float*») que eventualmente serán pagadas a otros. Mientras tanto, las aseguradoras pueden invertir este *float* en beneficio propio. Aunque las pólizas individuales y los reclamos van y vienen, la cantidad de *float* que mantiene una aseguradora generalmente permanece bastante estable en relación con el volumen de primas. En consecuencia, a medida que nuestro negocio crece, también lo hace nuestro *float*. ¡Y cómo ha crecido!

<i>Año</i>	<i>Float (en millones)*</i>
1970	39 \$
1980	237
1990	1.632
2000	27.871
2010	65.832
2018	122.732

* Incluye el *float* proveniente de las pólizas de seguros de vida, salud y rentas vitalicias.

Con el tiempo, podremos experimentar caídas en nuestro *float*. Si esto sucediese, la disminución será muy gradual: no más de un 3% en un año. La naturaleza de nuestras pólizas de seguro es tal que nunca podemos estar sujetos a demandas inmediatas o a muy corto plazo por sumas que puedan comprometer nuestra posición de efectivo. Esta estructura la hemos diseñado así y es un componente clave en la inigualable fortaleza financiera de nuestras compañías aseguradoras. Nunca comprometeremos esta fortaleza.

Si nuestras primas exceden el total de nuestros gastos y pérdidas ocasionales, el negocio asegurador registraría un beneficio asegurador que se suma a los beneficios que produce el *float*. Cuando obtenemos dichos beneficios, disfrutamos del uso de dinero gratis y, mejor aún, nos pagan por retenerlo.

Por desgracia, el deseo de todas las aseguradoras de lograr este feliz resultado genera una competencia feroz, tan vigorosa que a veces hace que la industria de *P/C* en su conjunto opere con unas pérdidas por seguros significativas. Esa pérdida, en efecto, es el coste del *float* para la industria. La dinámica competitiva de la industria casi garantiza que, a pesar de los beneficios por *float* que disfrutaban todas sus compañías, continuará con su triste historial de obtener rendimientos inferiores sobre su patrimonio neto tangible frente a otros negocios estadounidenses.

Sin embargo, me gustan nuestras perspectivas. La incomparable fortaleza de Berkshire nos permite mucha más flexibilidad para invertir nuestro *float* que el que generalmente disfrutaban otras aseguradoras de *P/C*. Las amplias alternativas que tenemos disponibles siempre suponen una ventaja y, en ocasiones, se nos presentan grandes oportunidades. Cuando las opciones de otras aseguradoras se ven limitadas, las nuestras se expanden.

Además, nuestras compañías de *P/C* cuentan con un historial de resultados aseguradores excelente. Berkshire ha obtenido resultados aseguradores positivos en 15 de los últimos 16 años, exceptuando 2017 cuando nuestras pérdidas antes de impuestos fueron de 3,2 mil millones de dólares. En todo este periodo de 16 años, nuestro beneficio antes de impuestos alcanzó un total de 27 mil millones de dólares, de los cuáles 2 mil millones de dólares han sido obtenidos en 2018.

Estos números no son un accidente: la evaluación de riesgos disciplinada es la prioridad diaria de nuestros gerentes del área de seguros, quienes saben que los beneficios del *float* pueden disiparse a causa de los malos resultados aseguradores. Aunque todas las aseguradoras digan que operan así, en Berkshire es una religión, al estilo del Antiguo Testamento.

* * * * *

En la mayoría de los casos, la financiación de un negocio proviene de dos fuentes: deuda y capital. En Berkshire, tenemos en el carcaj dos flechas más de las que hablar, pero primero abordemos las fuentes más convencionales.

Usamos la deuda moderadamente. Cabe señalar que muchos gerentes no estarán de acuerdo con esta política, argumentando que un nivel de deuda significativo aumenta la rentabilidad para los propietarios del capital. Y estos CEOs aventureros tendrán razón la mayor parte del tiempo.

Sin embargo, en intervalos extraños e impredecibles, el crédito se desvanece y la deuda se vuelve financieramente letal. La ecuación de la ruleta rusa (normalmente ganas, a veces te mueres), puede tener sentido desde el punto de vista financiero para alguien que se beneficia de las buenas noticias de una empresa, pero que no sufre las malas. Esta estrategia sería una locura para Berkshire; las personas sensatas no arriesgan lo que tienen y necesitan por lo que no tienen y no necesitan.

La mayor parte de la deuda que ve en nuestro balance general consolidado (consulte la página K-65) proviene de nuestro negocio ferrocarril y las filiales energéticas, todas ellas intensivas en capital. Durante las recesiones, la generación de efectivo de estos negocios sigue siendo abundante. La deuda que utilizan es apropiada considerando su actividad y no está garantizada por Berkshire.

Nuestro patrimonio es una historia aparte: los 349 mil millones de dólares que Berkshire posee no tienen parangón entre las empresas estadounidenses. Al retener todos los beneficios durante mucho tiempo, y permitir que el interés compuesto haga su magia, hemos acumulado fondos que nos han permitido comprar y desarrollar las valiosas arboledas descritas anteriormente. Si hubiésemos seguido una política de retribución al accionista del 100%, seguiríamos trabajando con los 22 millones de dólares con los que comenzamos en 1965.

Más allá del uso de deuda y capital, Berkshire se ha beneficiado de manera importante de dos fuentes menos comunes de financiación corporativa. La más grande es el *float* que he descrito antes. Hasta ahora, esos fondos, aunque están registrados como una gran obligación de pago en nuestro balance general, han sido de mayor utilidad para nosotros que una cantidad equivalente de capital. Esto se debe a que generalmente han venido acompañados de beneficios aseguradores. En efecto, nos han pagado en la mayoría de los años por mantener y poner en uso el dinero de otras personas.

Como vengo haciendo con frecuencia, enfatizaré que este resultado feliz está lejos de ser algo seguro: los errores en la evaluación de los riesgos de los seguros pueden ser enormes y pueden tardar muchos años en salir a la superficie (como el amianto). Ocurrirá una gran catástrofe que ridiculizará a los huracanes Katrina y Michael, quizás mañana o tal vez dentro de décadas. «El gran error» podrá provenir de una fuente tradicional, como un huracán o un terremoto, o puede ser una sorpresa total que involucre, digamos, un ciberataque que tenga consecuencias desastrosas que las aseguradoras no contemplan ahora. Cuando ocurra tal catástrofe, haremos frente a nuestra parte de las pérdidas y serán grandes, muy grandes. Sin embargo, a diferencia de muchas otras aseguradoras, buscaremos adquirir negocios al día siguiente.

La última fuente de financiación, que Berkshire posee en un grado inusual, es el pago de impuestos diferidos. Estos son pasivos que eventualmente pagaremos, pero que mientras tanto están libres de intereses.

Como indiqué anteriormente, aproximadamente 14,7 mil millones de dólares de nuestros 50,5 mil millones de impuestos diferidos provienen de plusvalías latentes en nuestras participaciones en cotizadas. Estos

pasivos se acumulan en nuestros estados financieros a la tasa impositiva corporativa actual del 21%, pero se pagarán a las tasas vigentes cuando vendamos estas inversiones. Hasta entonces, tenemos un «préstamo» al 0% de interés que nos permite tener más dinero trabajando para nosotros invertido en acciones.

Otros 28,3 mil millones de dólares en impuestos diferidos son el resultado de nuestra capacidad para acelerar la amortización de activos inmovilizados al calcular el impuesto que debemos pagar. El ahorro inicial en impuestos que registramos se revierte gradualmente en los años venideros. No obstante, solemos comprar más activos. Mientras prevalezca la ley tributaria actual, esta fuente de financiación seguirá creciendo.

Con el tiempo, la base de financiación de Berkshire, el lado derecho de nuestro balance, debería crecer, principalmente a través de las ganancias que retenemos. Nuestro trabajo es destinar el beneficio retenido en el lado izquierdo, adquiriendo activos atractivos.

GEICO y Tony Nicely

El título lo dice todo: la compañía y el hombre son inseparables.

Tony se unió a GEICO en 1961 a la edad de 18 años; le conocí a mediados de los setenta. En ese momento, GEICO, después de una racha de cuatro décadas de rápido crecimiento y excelentes resultados aseguradores, estuvo muy cerca de quebrar. Un equipo directivo que llevaba poco tiempo al mando había subestimado enormemente las posibles pérdidas de GEICO y, en consecuencia, bajó el precio de las pólizas. Tenían que pasar varios meses hasta que las pólizas en pérdidas de GEICO (ni más ni menos que 2,3 millones de pólizas) expiraran y luego pudieran volver a su precio. Mientras tanto, el patrimonio neto de la compañía se acercaba rápidamente a cero.

En 1976, Jack Byrne fue nombrado CEO para rescatar GEICO. Poco después de su llegada, le conocí, llegué a la conclusión de que era el hombre perfecto para la tarea y comencé a comprar agresivamente acciones de GEICO. En unos pocos meses, Berkshire compró alrededor de un tercio de la compañía, una parte que luego creció a aproximadamente la mitad sin que gastáramos un solo centavo. Ese impresionante aumento se produjo porque GEICO, después de recuperar su salud financiera, recompró religiosamente sus acciones. Dicho esto, la mitad de la propiedad de GEICO le costó a Berkshire 47 millones de dólares, aproximadamente lo que le costaría hoy en día un apartamento lujoso en Nueva York.

Avancemos ahora 17 años, hasta 1993, cuando Tony Nicely fue ascendido a CEO. En ese momento, la reputación y la rentabilidad de GEICO se habían restablecido, pero no su crecimiento. De hecho, a finales de 1992, la compañía tenía solo 1,9 millones de pólizas de automóviles en libros, muy por debajo del nivel máximo anterior a la crisis. En el volumen de pólizas entre los aseguradores de automóviles estadounidenses, GEICO se situaba en un discreto séptimo lugar.

A finales de 1995, después de que Tony hubiera revitalizado GEICO, Berkshire hizo una oferta para comprar el 50% restante de la compañía por 2,3 mil millones de dólares, aproximadamente 50 veces lo que pagamos por la primera mitad (¡y la gente dice que soy un tacaño!). Nuestra oferta fue exitosa y Berkshire obtuvo una compañía maravillosa, pero poco desarrollada, y un CEO igualmente maravilloso, que haría crecer a GEICO más allá de mis mejores sueños.

GEICO es ahora la segunda aseguradora de automóviles de Estados Unidos, un crecimiento en ventas de un 1.200% frente a las registradas en 1995. El beneficio asegurador antes de impuestos ha ascendido hasta 15,5 mil millones de dólares desde nuestra compra, y el *float* disponible para invertir ha crecido de 2,5 mil millones de dólares a 22,1 mil millones de dólares.

Según mi estimación, la gerencia de Tony de GEICO ha aumentado el valor intrínseco de Berkshire en más de 50 mil millones de dólares. Además de eso, es un modelo a seguir para cualquier gerente, ayudando a sus 40.000 asociados a identificar y perfeccionar habilidades que ni ellos mismos sabían que poseían.

El año pasado, Tony decidió retirarse como CEO, y el 30 de junio le entregó esa posición a Bill Roberts, su socio desde hace mucho tiempo. Conozco y he visto a Bill trabajar durante varias décadas y, una vez más, Tony tomó la decisión correcta. Tony seguirá siendo presidente y seguirá ayudando a GEICO por el resto de su vida. No esperábamos menos de él.

Todos los accionistas de Berkshire le deben a Tony su agradecimiento, yo el primero de ellos.

Inversiones

A continuación, exponemos nuestras quince inversiones en acciones ordinarias que, a cierre del año, tenían el mayor valor de mercado. Excluimos nuestra participación en Kraft Heinz, 325.442.152 acciones, porque Berkshire forma parte de un grupo de control y, por tanto, debemos contabilizar esta inversión mediante la puesta en equivalencia. En el balance general, Berkshire contabiliza la participación en Kraft Heinz a una cifra GAAP de 13,8 mil millones de dólares, una cantidad que hemos reducido por el deterioro en activos intangibles que Kraft Heinz ha sufrido en 2018. A cierre del ejercicio, nuestra participación en Kraft Heinz tenía un valor de mercado de 14 mil millones de dólares y un coste de 9,8 mil millones de dólares.

Acciones*	Empresa	Porcentaje de participación	31/12/2018	Valor de mercado
			Coste** (millones)	(millones)
151.610.700	American Express Company.....	17,9	1.287 \$	14.452 \$
255.300.329	Apple Inc.....	5,4	36.044	40.271
918.919.000	Bank of America Corp.....	9,5	11.650	22.642
84.488.751	The Bank of New York Mellon Corp.....	8,8	3.860	3.977
6.789.054	Charter Communications, Inc.....	3,0	1.210	1.935
400.000.000	The Coca-Cola Company.....	9,4	1.299	18.940
65.535.000	Delta Air Lines, Inc.....	9,6	2.860	3.270
18.784.698	The Goldman Sachs Group, Inc.....	4,9	2.380	3.138
50.661.394	JPMorgan Chase & Co.....	1,5	5.605	4.946
24.669.778	Moody's Corporation.....	12,9	248	3.455
47.890.899	Southwest Airlines Co.....	8,7	2.005	2.226
21.938.642	United Continental Holdings Inc.....	8,1	1.195	1.837
146.346.999	U.S. Bancorp.....	9,1	5.548	6.688
43.387.980	USG Corporation.....	31,0	836	1.851
449.349.102	Wells Fargo & Company.....	9,8	10.639	20.706
	Otros.....		16.201	22.423
	Total.....		102.867 \$	172.757 \$

* Excluye las acciones que Berkshire posee a través de planes de pensiones en sus subsidiarias.

** Es nuestro precio de adquisición real sobre la que se calculará la carga impositiva.

Charlie y yo no vemos los 172,8 mil millones de dólares detallados anteriormente como una lista de cotizaciones, un número que se ve afectado por la consideración de Wall Street, las acciones que la gente espera que tome la Reserva Federal, los posibles desarrollos políticos, las estimaciones de los economistas o cualquier otro tema caliente del día.

Lo que vemos en nuestras participaciones, más bien, es un conjunto de compañías en las que participamos, y que, de media, ganan alrededor del 20% del capital neto tangible necesario para seguir funcionando como negocios. Estas empresas, además, obtienen estos beneficios sin alcanzar niveles excesivos de endeudamiento.

Rentabilidades de esta magnitud por parte de empresas grandes, consolidadas y entendibles son destacables bajo cualquier circunstancia. Son realmente alucinantes si las comparamos frente al rendimiento que muchos inversores han aceptado al invertir en bonos a lo largo de la última década: como el 3% o menos en bonos del Tesoro de EE.UU. a 30 años, por ejemplo.

A veces, un precio de compra absurdamente elevado hará que un negocio maravilloso se convierta en una inversión nefasta. Si no de forma permanente, por lo menos durante un período dolorosamente largo. Sin embargo, con el tiempo, el rendimiento de la inversión convergerá con el rendimiento del negocio. Y, como explicaré a continuación, el historial de los negocios estadounidenses ha sido extraordinario.

El viento de cola americano

El 11 de marzo se cumplirán 77 años desde el día de mi primera inversión en una empresa estadounidense. Corría el año 1942, tenía 11 años, y me lo jugué todo, invirtiendo los 114,75 dólares que empecé a ahorrar desde los seis años. Lo que compré fueron tres acciones preferentes de Cities Service. Me había convertido en un capitalista, y me sentía bien.

Viajemos ahora al pasado, repasando los dos períodos de 77 años que precedieron a mi compra. Empezamos a partir de 1788, un año antes del nombramiento de George Washington como nuestro primer presidente. ¿Podría alguien haber imaginado lo que su recién estrenado país lograría en solo tres generaciones de vida de 77 años?

Durante los dos períodos de 77 años anteriores a 1942, los Estados Unidos habían pasado de ser solo cuatro millones de personas, aproximadamente el 0,5% de la población mundial, al país más poderoso del mundo. En esa primavera de 1942, sin embargo, se enfrentó a una crisis: Estados Unidos y sus aliados estaban sufriendo grandes pérdidas en una guerra en la que habíamos entrado solo tres meses atrás. Las malas noticias llegaban a diario.

A pesar de los titulares alarmantes, casi todos los estadounidenses creían en la victoria en esa guerra. Y su optimismo no se detenía ahí. Dejando a un lado a los pesimistas congénitos, los estadounidenses confiaban en que sus hijos y las generaciones venideras gozarían de vidas mucho mejores que las que ellos mismos habían vivido.

Los ciudadanos de la nación entendieron, por supuesto, que el camino que quedaba por recorrer no sería un camino de rosas. Nunca lo ha sido. Al comienzo de su historia, nuestro país sufrió una guerra civil que mató al 4% de todos los hombres estadounidenses y llevó al presidente Lincoln a plantear si «una nación tan consciente y tan dedicada podría durar mucho tiempo». En la década de los treinta del siglo pasado, Estados Unidos sufrió la Gran Depresión, un período de castigo con un desempleo masivo.

Sin embargo, en 1942, cuando realicé mi compra, la nación esperaba un crecimiento tras la guerra, una creencia que el tiempo ha demostrado que era razonable. De hecho, los logros de la nación se pueden describir como formidables.

Pongamos números a esa afirmación: si mis 114,75 dólares se hubiesen invertido en un fondo índice del S&P 500 sin comisiones, y reinvertiendo todos los dividendos, mi participación hubiese alcanzado un valor (antes de impuestos) de 606.811 dólares a fecha de 31 de enero de 2019 (los últimos datos disponibles antes de la impresión de esta carta). Eso implica multiplicar por 5.288. Mientras tanto, una inversión de 1 millón de dólares por parte de una institución libre de pagar impuestos en ese momento como, por ejemplo, un fondo de pensiones o una fundación universitaria, habría crecido hasta aproximadamente 5,3 mil millones de dólares.

Permítanme añadir un cálculo adicional que creo que les sorprenderá: si esa institución hipotética hubiera pagado solo el 1% de sus activos anualmente a varios «asesores», como asesores financieros y consultores, su riqueza se reduciría a la mitad, 2,65 mil millones de dólares. Eso es lo que sucede a lo largo de 77 años cuando el rendimiento anualizado del 11,8% cosechado por el S&P 500 se recalcula a una tasa del 10,8%.

Aquellos que auguran el apocalipsis debido a los déficits presupuestarios del gobierno (como yo mismo hice durante bastantes años) podrían señalar que la deuda nacional se ha multiplicado casi por 400 durante el último período de 77 años. ¡Eso es un 40.000%! Supongamos que usted habría podido prever esta subida y se podría haber asustado ante la perspectiva de grandes déficits y un dólar devaluado. Para «protegerse» a sí mismo, es posible que hubiese evitado las acciones y terminó comprando 3 onzas y cuarto de oro con sus 114.75 dólares.

¿Y qué habría conseguido con esa supuesta protección? Ahora tendría un activo con un valor aproximado de 4.200 dólares, menos del 1% de lo que habría obtenido con una simple inversión pasiva en negocios estadounidenses. El metal mágico no ha sido rival para el coraje estadounidense.

La casi increíble prosperidad de nuestro país se ha cosechado con un bipartidismo claro. Desde 1942, hemos tenido siete presidentes republicanos y siete demócratas. En sus años de servicios, el país se enfrentó en varias ocasiones a largos períodos de inflación viral, una tasa preferencial del 21%, varias guerras caras y polémicas, la dimisión de un presidente, una caída generalizada de los valores de los inmuebles, un pánico financiero paralizante y una ristra de problemas más. Todos los titulares engendrados por el miedo son historia.

Christopher Wren, arquitecto de la catedral de San Pablo, está enterrado dentro de esta iglesia londinense. En su tumba encontramos estas palabras (traducidas del latín): «Si buscas mi monumento, mira a tu alrededor». Los escépticos en lo referente a la economía estadounidense deberían prestar atención a este mensaje.

En 1788, para volver a nuestro punto de partida, realmente no había mucho por aquí, a excepción de un pequeño grupo de personas ambiciosas y un marco de gobierno embrionario encaminado a convertir sus sueños en realidad. A día de hoy, la Reserva Federal estima nuestra riqueza en 108 billones de dólares, una cantidad casi imposible de concebir.

¿Recuerda cómo antes he descrito los beneficios acumulados como la clave de la prosperidad de Berkshire? Lo mismo ha sucedido con América. En la contabilidad de la nación, el elemento comparable serían los «ahorros». Y tanto que hemos ahorrado. Si nuestros antepasados hubiesen consumido todo lo que producían en vez de ahorrar, no habría existido inversión, ni mejoras de la productividad, ni un salto en el nivel de vida.

* * * * *

Charlie y yo reconocemos felizmente que gran parte del éxito de Berkshire ha sido simplemente un producto de lo que creo que debería llamarse «el viento de cola americano». Que empresas o ciudadanos estadounidenses se jacten de haber conseguido esto ellos solos supera los límites de la arrogancia. Las filas de cruces blancas en Normandía deberían avergonzar a quienes hacen tales afirmaciones.

También hay otros países alrededor del mundo con futuros brillantes. Debemos alegrarnos de esto: los estadounidenses seremos más prósperos y estaremos más seguros si todas las naciones prosperan. En Berkshire esperamos invertir grandes sumas fuera de nuestras fronteras.

No obstante, en los próximos 77 años la fuente principal de nuestro beneficio seguramente provenga del «viento de cola americano». Somos afortunados, tremendamente afortunados, de tener esa fuerza a nuestro favor.

La conferencia anual

La conferencia anual de Berkshire en 2019 se llevará a cabo el sábado 4 de mayo. Si está pensando en asistir (Charlie y yo esperamos que venga), eche un vistazo a los detalles en las páginas A-2 y A-3 de los anexos del informe anual. Indican el horario que llevamos siguiendo durante algunos años.

Si no puede unirse a nosotros en Omaha, puede hacerlo a través de la retransmisión de Yahoo. Andy Serwer y sus compañeros de Yahoo hacen un trabajo espectacular cubriendo toda la conferencia y entrevistando a muchos de los directivos de Berkshire, celebridades, expertos financieros y accionistas estadounidenses y del extranjero. El conocimiento del mundo sobre lo que sucede en Omaha el primer sábado de cada mes de mayo ha crecido significativamente desde que Yahoo nos ayuda. La cobertura comienza a las 8:45 a.m. CDT y también cuenta con traducción simultánea al mandarín.

* * * * *

Durante 54 años, Charlie y yo hemos amado nuestros trabajos. Diariamente, hacemos lo que nos parece interesante, trabajando con personas que nos gustan y en las que confiamos. Y ahora nuestra nueva estructura de gestión ha hecho que nuestras vidas sean aún más placenteras.

Contando con todo el conjunto, es decir, con Ajit y Greg al cargo de las operaciones, una buena cartera de negocios, una generación de «flujo» de efectivo como la de las Cataratas del Niágara, un equipo de gerentes talentosos y una cultura empresarial sólida, su compañía está en buena forma para lo que sea que nos depare el futuro.

23 de febrero de 2019
Warren E. Buffett
Presidente de la Junta