



### Carta del 1<sup>er</sup> Trimestre a Inversores

31/03/2022

MAGALLANES VALUE INVESTORS, S.A. SGIC

Estimado Inversor,

La rentabilidad durante el primer trimestre de 2022 ha sido del **+4%** para el fondo European, **-0,6%** para el Iberian y del **-4,3%** para el Microcaps. Las rentabilidades acumuladas desde lanzamiento son del **+77%**, **+45%** y **+34%**, respectivamente.

El conflicto bélico ha sido sin duda el evento que ha marcado el primer trimestre del año, con un impacto muy significativo en la práctica totalidad de activos financieros, tanto en bolsa como en renta fija. El índice S&P500, en uno de sus peores trimestres de los últimos años, se dejaba alrededor del -5%, siendo esta caída del -9% para su comparable tecnológico, el Nasdaq Composite. En Europa las caídas superan el -6% para el Stoxx Europe 600. Dentro de los mercados emergentes habría que destacar el mal comportamiento de países como Rusia y China, entre otros.

Los mercados de renta fija no han sido ajenos a los enfrentamientos, registrando incluso rentabilidades peores si tenemos en cuenta el perfil “defensivo” que se le atribuye a dicho tipo de activo. Los mercados de bonos globales han sufrido su caída más profunda desde 1990, el índice agregado global de Bloomberg, un indicador amplio de deuda gubernamental y corporativa ha caído más del -11% desde su punto máximo en enero de 2021.

Llama la atención el bono austríaco a 100 años con cupón 0,85% emitido a mediados de 2020, con una pérdida de valor en lo que va de año del -25%, superior al -50% desde máximos y por encima del -30% desde que salió a mercado. Merece la pena recordar que se trata de un bono soberano del gobierno de Austria, con la segunda mejor calificación crediticia posible, AA+, otorgada por la agencia de rating S&P, lo que teóricamente le confiere atributos de inversión segura y estable.

El contrapunto viene del espectacular comportamiento de la mayor parte de materias primas, entre otras, petróleo, níquel, trigo...Así, el índice genérico de Bloomberg cerraba el trimestre con una subida del +24,5%.

La guerra ha dejado al descubierto ciertos desequilibrios que venían fraguándose desde antes de la misma. Por tanto, sus consecuencias no implican tanto un cambio brusco y repentino sino más bien una aceleración de algunos de los factores de riesgo que aludíamos en cartas pasadas.

Entre otros factores, los más llamativos serían la inflación, una mala planificación en la estrategia de la transición y seguridad energética y sus efectos en el precio de la energía, la infrainversión sistemática en industrias intensivas en capital de primera necesidad y en



general, determinadas decisiones políticas que han llevado a ciertas regiones, en especial Europa, a una situación de dependencia energética y fragilidad económica.

Las sanciones contra Rusia no han hecho más que agravar la situación. Las consecuencias de dichas sanciones son claramente perjudiciales para Rusia, concretamente para su población, pero también lo son para otros países o regiones. Tal es el caso de Europa, debido principalmente a su alta dependencia tanto energética (la Unión Europea importa a Rusia cerca del 47% de su consumo anual de gas natural), como de otras materias primas, especialmente las relacionadas con agricultura como fertilizantes y cereales.

En términos económicos, Rusia es relativamente pequeña, su economía representa menos del 2% del PIB mundial, pero es crítica en algunas materias primas: primer productor mundial de trigo y paladio, segundo de gas, tercero de níquel, potasa y oro, además de producir el 10% del petróleo mundial, por mencionar algunas.

Si a lo anterior le unimos Ucrania, nos encontramos con que casi el 30% de las exportaciones globales de trigo y el 19% del maíz están bajo amenaza. Ucrania es el mayor productor mundial de aceite de girasol, y Rusia el segundo, según S&P Global Platts. Entre ambos representan el 60% de la producción mundial.<sup>1</sup>

Con datos como los anteriores resulta complejo distinguir entre ganadores y perdedores, si es que se puede hablar de algún ganador en una situación como la actual, tan caótica, dramática y plagada de decisiones, a primera vista, sorprendentes y contradictorias.

Entre ellas, la decisión de la UE de reemplazar a Rusia por Estados Unidos, primer productor mundial de gas natural con 914.500 millones de metros cúbicos en 2020 procedente en su mayoría del *fracking*, como proveedor preferencial a cambio de un drástico aumento del precio del +40%<sup>2</sup>. Sorprendente por el claro beneficio para EE.UU. y contradictorio porque la UE se ha opuesto tradicionalmente a la extracción de gas natural mediante técnica *fracking* en territorio comunitario, sin mencionar el llamativo precio “negociado” por dicho suministro. Decisiones que posiblemente puedan tener una explicación racional ante la tesitura de la ausencia de mejores opciones.

Desde un punto de vista puramente financiero y en línea con lo que comentábamos al principio, el conflicto bélico ha puesto al descubierto importantes desequilibrios acumulados en el tiempo. Esto ha revelado algunas de las tendencias que ya venían produciéndose tiempo atrás, concretamente el incremento en precios fruto de la falta de inversión en sectores e industrias de primera necesidad (materias primas, alimentos, industrias pesadas, aceros, químicas, fertilizantes o fuentes de energía fiables y estables). En definitiva, la desaparición instantánea de una parte de la oferta mundial ha evidenciado la incapacidad de sustitución del suministro por parte del mundo occidental.

<sup>1</sup> <https://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-60693406>

<sup>2</sup> <https://gaceta.es/actualidad/eeuu-reemplaza-a-rusia-como-proveedor-preferencial-de-gas-de-la-ue-a-cambio-de-un-drastico-aumento-del-precio-20220327-1953/>



Es de sobra conocido que cuando la oferta no alcanza la demanda, el factor de ajuste es el precio, provocando así una aceleración en la espiral inflacionista con efectos negativos para el consumidor.

En diversas cartas y presentaciones, hemos intentado argumentar con hechos y datos objetivos que el carácter transitorio de la inflación parecía difícil de defender. Ante dicha problemática, más acentuada en aquellos países que han llevado a cabo medidas más intervencionistas (incremento de gasto, rigidez del mercado laboral, baja productividad, salarios mínimos, indexación a la inflación, límite a los alquileres). En esta línea, llama poderosamente la atención la inflación del +9,8% en España, por encima de sus comparables europeos.

Sea por la razón que fuera, la inflación está presente, y comienza a hacer daño. Es por eso que los bancos centrales han virado claramente hacia una política monetaria restrictiva, mediante la subida del tipo de interés combinado con el alto en los programas de compra de bonos emitidos por los gobiernos.

Con todo lo anterior, el mayor riesgo al que se enfrenta el mundo actualmente es el de bajo crecimiento económico, altos precios, y subidas de tipos de interés, más allá de niveles que la economía se pueda permitir.

Por esto cobra más importancia que nunca la decisión de invertir los ahorros en carteras capaces de aguantar y sobreponerse a posibles riesgos venideros, con un estilo de gestión que ha demostrado resistencia y capacidad de recuperación en crisis pasadas, no muy lejanas.

Nuestro proceso de inversión nos lleva a dar prioridad a empresas con buen balance sobre todo lo demás, siendo la capacidad de generar beneficios de vital importancia. Esto confiere a la cartera en su conjunto la capacidad de sobrevivir para más adelante florecer en el siguiente ciclo económico. Primero el balance y luego la cuenta de resultados, en ese orden.

Hablando de ciclos es importante aclarar que una parte importante de los negocios en cartera está experimentando un ciclo virtuoso particular, animado por la situación de desequilibrios descrita anteriormente. Como hemos apuntado en ocasiones anteriores, la falta de inversión durante años en algunas ramas de actividad industrial ha originado tales desajustes estructurales que la llegada al equilibrio de estos no puede producirse repentinamente de la noche a la mañana. Mientras dure esta situación, estos negocios seguirán generando altos beneficios con la seguridad de balances robustos.

El valor fundamental de cada una de las compañías que forman parte de nuestros fondos sigue estando muy por encima de los actuales niveles de cotización, lo que implicaría unos potenciales de revaloración muy significativos para el valor liquidativo de los fondos durante los próximos trimestres, más aún después de los movimientos que hemos realizado durante el trimestre (ver “Cambios en las Carteras” más abajo).



Esta nueva crisis de carácter bélico ha demostrado la importancia de estar invertido en una cartera diversificada y bien equilibrada, capaz de no incurrir en pérdidas irrecuperables cuando las cosas van mal, y de sobreponerse rápidamente cuando el temporal amaina. No está en nuestra mano la habilidad de anticipar lo negativo y de predecir lo positivo, pero sí lo está el hecho de seleccionar, ex-ante, una colección de compañías que por sus balances, cuentas de resultados, valoraciones y equipos directivos, ofrezcan ciertas garantías de, al menos, no provocar un desastre en una situación de tormenta.

Sirva el siguiente análisis aritmético como muestra: en lo peor de la pandemia nuestra cartera Europea se desplomó un -40% en poco más de un mes, para cerrar el año 2020 casi a cero y más que doblar apenas año y medio después. Ahora en 2022, la caída desde el estallido de la guerra fue cercana al -11% en cuestión de días, para cerrar el trimestre con una rentabilidad del +4%.

En nuestro almuerzo con Peter Lynch hace pocos años, él nos recordaba que el inversor en bolsa viviría mejor si interiorizara que la bolsa, de cuando en cuando, cae, y a veces mucho, para luego recuperar a largo plazo. Es todo lo que se necesita saber, sentenciaba. A lo que habría que añadir también la necesidad de una gran dosis de “frialdad mental para aguantarlo”.

No se puede evitar una caída abultada, de hecho, es inútil perder el tiempo en predecirla, o incluso peor, dejar de estar invertido por ello. Pero sí se puede trabajar en construir una cartera, en que dicha caída, cuando ocurra, que lo hará, no deje tras de sí taras irrecuperables de por vida.

### **Cambios en las Carteras durante el primer trimestre del año**

La fuerte volatilidad del trimestre ha propiciado un alto nivel de actividad en las carteras. Dichos movimientos han ido orientados a incrementar el valor intrínseco de los fondos, a ampliar el margen de seguridad y el potencial de revalorización de estos a futuro.

En líneas generales, hemos reducido parcialmente exposición en sectores y compañías cuyo margen de seguridad se ha estrechado fruto del excelente comportamiento bursátil durante el trimestre. Por otro lado, hemos destinado parte de esos fondos a recomprar algunas de las compañías que fueron severamente penalizadas durante lo peor de la crisis. Fertilizantes y petroleras en el primer lugar, y financieras e industriales en el segundo.

Es importante señalar que la parte positiva de la actual volatilidad es que nos ofrece la oportunidad de invertir en buenas compañías a precios muy atractivos. Aunque no hemos incorporado ninguna posición nueva todavía, la palestra de nuevas ideas analizadas está en niveles muy saludables. Esto supone una buena cantera de potenciales inversiones en caso de que algunas de las compañías existentes sean vendidas por alcanzar el precio objetivo. Estas ideas están relacionadas con sectores tales como los componentes de



automóvil, motorización y movilidad, infraestructuras, ocio, líneas aéreas y salud, entre otros.

Así, en Europa, hemos aprovechado las fuertes caídas en banca europea para reponderar **UniCredit SpA**, **Commerzbank**, **Eurobank Ergasias** e **ING Groep**. También hemos incrementado exposición en **Renault**, **Savencia** y **Covestro AG**, entre otras. En el lado de las ventas, la salida más significativa ha sido la liquidación por OPA de **Hella**, con una ganancia acumulada próxima al +60%. Hemos reducido algo de exposición en los fertilizantes **Nutrien** y **OCI**, así como en la petrolera **Aker BP**, aunque siguen formando parte relevante de las carteras hoy en día.

En Iberia, el movimiento de compra más significativo ha sido el de subir exposición en **Inditex**. Una caída de un tercio de su valor desde que redujimos peso a finales del año pasado sirve por sí solo para explicar dicho movimiento. Esto nos muestra, una vez más, que lo importante no es tanto la discusión sobre “buenos” y “malos” negocios, sino saber distinguir entre “buenos” y “malos” precios de entrada.

El resto de las compras en la cartera Iberian lo conforma el incremento de posiciones en **Caixabank** y **Bankinter**. También en la aerolínea **IAG**, en el proveedor de componentes **Gestamp** y en la empresa de certificación **Applus**. En el lado opuesto, cabe señalar la reducción de parte de la exposición en **Sonae** y **Repsol**.

En el fondo Microcaps, hemos comprado como novedad el holding francés **Peugeot Invest SA** y la empresa austríaca de gestión de peajes **Kapsch Trafficom AG**, además hemos incrementado peso en **Rosenbauer**. En el lado de las ventas, hemos aceptado y liquidado la posición total en **La Doria S.p.A** y **SITI**, otro trimestre más, por sendas OPAs recibidas.

## Gracias

En una situación tan dramática como la actual, nuestro mayor deseo es el final del conflicto y que pare el número de víctimas por culpa de la barbarie. Sin olvidar una normalización definitiva a la situación actual de postpandemia, que por otro lado sigue angustiando a una parte importante de la población.

Por todo lo anterior, quiero transmitirles que estamos totalmente focalizados en la protección y búsqueda de oportunidades para su patrimonio invertido con nosotros. Por eso estamos a su entera disposición y servicio, ayudándoles en todo lo que necesiten por cualquiera de las vías de contacto de Magallanes.

Muchas gracias por seguir confiando la gestión de su patrimonio junto con el nuestro.

Atentamente,

Iván Martín Aránguez, CFA  
Director de Inversiones



### ANEXO 1. RENTABILIDADES POR FONDO Y CLASE a 31/03/2022

#### MAGALLANES IBERIAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M.	6 M.	12 M.	YTD	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity FI "M"	146,7291	-0,68%	-1,09%	4,65%	-0,68%	18,69%	-12,92%	6,02%	-9,22%	15,45%	15,48%	8,04%	42,29%	97,1%
Índice de referencia Ibérico		-0,54%	-0,41%	5,40%	-0,54%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-5,73%	7,38%	
Magallanes Iberian Equity FI "P"	152,0706	-0,56%	-0,85%	5,18%	-0,56%	19,28%	-12,48%	6,55%	-8,76%	16,03%	16,09%	6,32%	44,53%	97,1%
Índice de referencia Ibérico		-0,54%	-0,41%	5,40%	-0,54%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-11,27%	0,84%	
Magallanes Iberian Equity FI "E"	160,5027	-0,38%	-0,48%	5,97%	-0,38%	20,18%	-11,83%	7,35%	-8,07%	16,91%	16,91%	12,72%	60,50%	97,1%
Índice de referencia Ibérico		-0,54%	-0,41%	5,40%	-0,54%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	2,57%	17,18%	

<sup>1</sup> Clase M 29/01/2015; Clase P 26/02/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibox35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

#### MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS IBERIAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	3 M.	6 M.	12 M.	YTD	2021	2020	2019	2018	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Iberian Equity LUX "R"	128,1492	-1,01%	-1,58%	3,86%	-1,01%	17,93%	-13,94%	5,68%	-9,61%	14,79%	16,33%	-	28,15%	98,4%
Índice de referencia Ibérico		-0,54%	-0,41%	5,40%	-0,54%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	12,44%	
Magallanes Iberian Equity LUX "I"	132,4170	-0,88%	-1,32%	4,41%	-0,88%	18,53%	-13,51%	6,21%	-9,14%	15,42%	16,99%	-	32,42%	98,4%
Índice de referencia Ibérico		-0,54%	-0,41%	5,40%	-0,54%	11,74%	-11,07%	15,38%	-11,59%	12,13%	0,52%	-	12,44%	

<sup>1</sup> Clase R 31/12/2015; Clase I 31/12/2015. Comisión después de comisiones. Índice de referencia Ibérico: 80% Ibox35 Net TR + 20% PSI20 Net TR.

#### MAGALLANES EUROPEAN EQUITY, FI

FONDO	NAV	3 M.	6 M.	12 M.	YTD	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity FI "M"	169,3378	3,88%	3,60%	11,11%	3,88%	23,49%	-3,30%	21,48%	-19,19%	19,52%	12,89%	3,47%	70,01%	93,5%
Índice de referencia Europeo		-5,32%	1,95%	9,34%	-5,32%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,42%	46,61%	
Magallanes European Equity FI "P"	175,5622	4,00%	3,86%	11,67%	4,00%	24,11%	-2,81%	22,09%	-18,78%	20,12%	13,45%	4,23%	76,69%	93,5%
Índice de referencia Europeo		-5,32%	1,95%	9,34%	-5,32%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	0,43%	46,63%	
Magallanes European Equity FI "E"	185,2701	4,20%	4,25%	12,51%	4,20%	25,04%	-2,08%	23,01%	-18,17%	21,02%	14,31%	4,29%	85,27%	93,5%
Índice de referencia Europeo		-5,32%	1,95%	9,34%	-5,32%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	9,77%	60,26%	

<sup>1</sup> Clase M 27/01/2015; Clase P 29/01/2015; Clase E 09/01/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS EUROPEAN EQUITY – LUXEMBURGO

FONDO	NAV	3 M.	6 M.	12 M.	YTD	2021	2020	2019	2018	2017	2016 <sup>1</sup>	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes European Equity LUX "R"	159,0389	4,05%	3,80%	11,21%	4,05%	23,17%	-3,82%	20,89%	-19,43%	19,11%	18,30%	-	69,18%	94,2%
Índice de referencia Europeo		-5,32%	1,95%	9,34%	-5,32%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	9,39%	-	55,69%	
Magallanes European Equity LUX "I"	164,2543	4,19%	4,08%	11,79%	4,19%	23,80%	-3,33%	21,50%	-19,00%	19,76%	27,76%	-	87,75%	94,2%
Índice de referencia Europeo		-5,32%	1,95%	9,34%	-5,32%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	19,66%	-	70,32%	
Magallanes European Equity LUX "P"	167,9247	4,28%	4,27%	12,19%	4,28%	24,26%	-2,96%	21,96%	-18,70%	20,16%	12,08%	-	67,92%	94,2%
Índice de referencia Europeo		-5,32%	1,95%	9,34%	-5,32%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	-	46,00%	
Magallanes European Equity LUX "ING"	114,3900	4,94%	2,40%	10,97%	4,94%	16,14%	2,15%	14,72%	-19,91%	-	-	-	14,39%	94,2%
Índice de referencia Europeo		-4,71%	0,23%	8,46%	-4,71%	17,37%	-3,32%	26,05%	-10,57%	-	-	-	20,55%	

<sup>1</sup> Clase R 29/01/2016; Clase I 12/02/2016; Clase P 31/12/2015; Clase ING 17/01/2018. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.

#### MAGALLANES MICROCAPS EUROPE, FI

FONDO	NAV	3 M.	6 M.	12 M.	YTD	2021	2020	2019	2018	2017 <sup>1</sup>	2016	2015	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Microcaps Europe, FI "B"	134,2307	-4,33%	2,40%	19,32%	-4,33%	45,60%	-0,61%	10,59%	-21,98%	12,37%	-	-	34,23%	92,5%
Índice de referencia Europeo		-9,33%	-7,13%	-0,50%	-9,33%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	8,14%	-	-	55,01%	
Magallanes Microcaps Europe, FI "C"	131,7831	-4,40%	2,26%	18,95%	-4,40%	45,10%	-1,16%	10,10%	-22,18%	7,81%	-	-	26,66%	92,5%
Índice de referencia Europeo		-9,33%	-7,13%	-0,50%	-9,33%	25,67%	18,66%	22,39%	-13,38%	7,22%	-	-	53,68%	

<sup>1</sup> Clase B 17/03/2017; Clase C 31/03/2017. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Micro Cap Net Total Return.

#### MAGALLANES ACCIONES EUROPEAS, PP

FONDO	NAV	3 M.	6 M.	12 M.	YTD	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015 <sup>1</sup>	DESDE INICIO	NIVEL INVERSIÓN
Magallanes Acciones Europeas, PP	15,9465	4,30%	4,25%	11,59%	4,30%	23,58%	-3,26%	21,04%	-19,41%	16,30%	14,65%	-1,68%	62,20%	93,4%
Índice de referencia Europeo		-5,32%	1,95%	9,34%	-5,32%	25,13%	-3,32%	26,05%	-10,57%	10,24%	2,58%	7,92%	46,00%	

<sup>1</sup> 24/09/2015. Rentabilidad después de comisiones. Índice de referencia Europeo: MSCI Europe Net Total Return.