

ONEGIN CAPITAL SICAV S.A.

1º Semestre 2018

Nº Registro CNMV	2774	Gestora	Renta 4 Gestora, S.G.I.I.C, S.A.
Tipo Informe	Semestral	Depositario	BNP PARIBAS SECURITIES SERV. SUC. ESP.
Período	1º Semestre	Auditor	MAZARS AUDITORES
Año	2018	Grupo Gestora	Renta 4 Banco, S.A.
Fecha de registro	11/04/2003	Grupo Depositario	BNP PARIBAS
Tipo de SICAV	Fondo que invierte más del 10% en otros fondos y/o sociedades	Rating depositario	A+
Vocación Inversora	Global	Dirección	Pº de la Habana, 74 2º Dcha
Perfil de riesgo	7, de una escala del 1 al 7	Correo electrónico	gestora@renta4.es
Divisa de denominación	EUR	SICAV con compartimentos	No

Política de Inversión

La Sociedad podrá invertir entre un 0% y 100% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora. La Sociedad podrá invertir, ya sea de manera directa o indirecta a través de IICs, en activos de Renta Variable y Renta Fija sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de inversión en cada clase de activo pudiendo estar la totalidad de su patrimonio invertido en renta fija o renta variable. Dentro de la Renta Fija además de valores se incluyen depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o que cumplan la normativa específica de solvencia e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos.

Operativa en instrumentos derivados

Se podrá operar con instrumentos financieros derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación.

Datos económicos

	Período Actual	Período Anterior	2018	2017
Índice de rotación de la cartera	0,39	0,62	0,39	0,78
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,00	0,00	0,00	0,00

Datos generales

	Período Actual	Período Anterior
Nº de acciones	1.902.668,00	1.913.764,00
Nº de accionistas	233,00	233,00
dividendos brutos distribuidos por acción	0,00	0,00

La sicav no distribuye dividendos

Fecha	Patrimonio (miles €)	Valor liquidativo		
		fin período	máximo	mínimo
Período del informe	48.974	25,74	26,95	25,72
2017	50.738	26,51	26,56	24,94
2016	48.553	24,97	25,14	23,09
2015	47.592	24,20	25,29	23,49

Cotización (€)			Volumen medio diario (miles €)	Frecuencia (%)	Mercado en el que cotiza
mínimo	máximo	fin período			
25,72	26,95	25,74	26,76	21,54	MAB

Comisiones	% efectivamente cobrado		Base de cálculo	Sistema de imputación
	Período	Acumulada		
Gestión por patrimonio	0,74	0,74		
Gestión por resultados	0,00	0,00		
Gestión total	0,74	0,74	Patrimonio	Al fondo
Depositario	0,03	0,03		

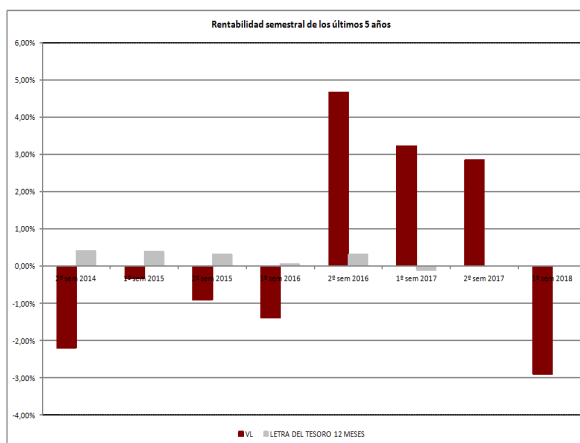
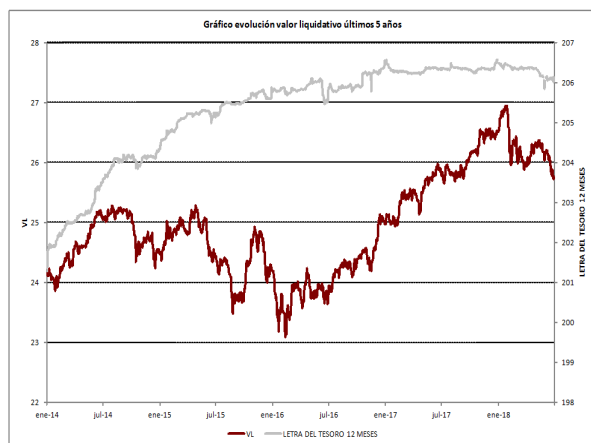
RENTABILIDAD

	Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
		Ultimo	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	2016	2015	2013
Rentabilidad IIC (% sin anualizar)	-2,91	-0,79	-2,14	1,56	1,27	6,16	3,22	-1,22	3,54

Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

	Acumulado 2018	Trimestral				Anual			
		Ultimo	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2017	2016	2015	2013
Ratio total de gastos	0,78	0,39	0,39	0,40	0,40	1,59	1,62	1,60	1,61

EVOLUCIÓN ÚLTIMOS 5 AÑOS



DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO AL CIERRE DEL PERÍODO

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	41.574	84,89	36.940	72,80
* Cartera interior	19.500	39,82	11.500	22,67
* Cartera exterior	22.068	45,06	25.439	50,14
* Intereses de la cartera de inversión	6	0,01	1	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	6.926	14,14	13.094	25,81
(+/-) RESTO	474	0,97	704	1,39
TOTAL PATRIMONIO	48.974	100,00	50.738	100,00

ESTADO DE VARIACIÓN PATRIMONIAL

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERÍODO ANTERIOR (miles de EUR)	50.738	49.647	50.738	
+/- Compra/venta de acciones (neto)	-0,58	-0,62	-0,58	-6,45
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	
± Rendimientos netos	-2,95	2,80	-2,95	-205,36
± Rendimientos de Gestión	-2,03	3,73	-2,03	-154,42
- Intereses	0,01	0,00	0,01	
- Dividendos	0,75	0,34	0,75	120,59
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	-1,58	2,97	-1,58	-153,20
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	
± Resultado en derivados (realizadas o no)	-1,15	0,58	-1,15	-298,28
± Resultado en IIC (realizados o no)	-0,06	-0,02	-0,06	200,00
± Otros resultados	0,00	-0,13	0,00	-100,00
± Otros rendimientos	0,00	-0,01	0,00	-100,00
(-) Gastos repercutidos	-0,91	-0,93	-0,91	-2,15
- Comisión de gestión	-0,74	-0,75	-0,74	-1,33
- Comisión de depositario	-0,03	-0,03	-0,03	0,00
- Gastos por servicios exteriores	0,00	0,00	0,00	
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	-0,01	0,00	-100,00
- Otros gastos repercutidos	-0,13	-0,13	-0,13	0,00
(+) Ingresos	0,00	0,01	0,00	-100,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,01	0,00	-100,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	
PATRIMONIO FIN PERÍODO ACTUAL (miles de EUR)	48.974	50.738	48.974	

HECHOS RELEVANTES

Tipos	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa del capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto	X	
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes	X	

Anexo explicativo:

Actualización de oficio del folleto/DFI de la sociedad de inversión en la que RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A figura como sociedad gestora, como consecuencia del cambio en la delegación de funciones de la misma.

OPERACIONES VINCULADAS Y OTRAS INFORMACIONES

Tipos	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)		X
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra una entidad del grupo de la gestora o depositario, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo.		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.	X	
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas	X	

Anexo explicativo:

Pueden existir operaciones vinculadas repetitivas y sometidas a un procedimiento de autorización simplificado, relativas a compraventa de Divisas y/o Repos de Deuda Pública, que realiza la Gestora con el Depositario. Durante el periodo, la entidad ha realizado operaciones vinculadas de intermediación en la compra/venta de valores con el grupo Renta 4 por importe de 19,3 millones de euros, Las comisiones de liquidación e intermediación en derivados percibidas por el grupo de la gestora han sido de 5,46 miles de euros, que representa el 0,0109% sobre el patrimonio medio. Las comisiones de liquidación e intermediación por ventas de valores percibidas por el grupo de la gestora han sido de 5,00 miles de euros, que representa el 0,0100% sobre el patrimonio medio. Las comisiones de liquidación e intermediación por compras de valores percibidas por el grupo de la gestora han sido de 2,90 miles de euros, que representa el 0,0058% sobre el patrimonio medio.

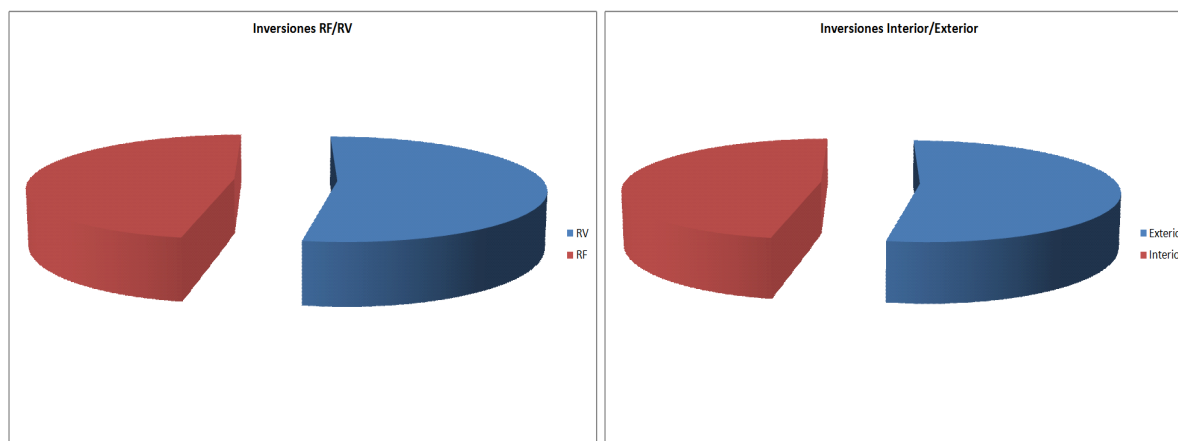
INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS DE LA CNMV

Sin advertencias.

Inversiones Financieras

Descripción de la inversión y emisor	Período Actual		Período Anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL DEPOSITOS	19.500	39,82	11.500	22,66
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	19.500	39,82	11.500	22,66
TOTAL RENTA VARIABLE COTIZADA	21.164	43,23	24.729	48,75
TOTAL RENTA VARIABLE	21.164	43,23	24.729	48,75
TOTAL IIC	772	1,58	523	1,03
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	21.936	44,81	25.252	49,78
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	41.436	84,63	36.752	72,44

DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS, AL CIERRE DEL PERÍODO: PORCENTAJE RESPECTO AL PATRIMONIO TOTAL



DERIVADOS

Subyacente	Instrumento	Importe Nominal Comprometido	Objetivo de la inversión
Total subyacente Renta Fija		0	
Total subyacente Renta Variable		0	
JPY	CALL EURO YEN 150 VTO. 24/11/2020	4.660	Inversión
Total subyacente Tipo Cambio		4.660	
Total otros subyacentes		0	
TOTAL DERECHOS		4.660	
Total subyacente Renta Fija		0	
INDICE S&P 500	FUT.MINI S&P 500 SEPTIEMBRE-2018	1.178	Inversión
INDICE RUSELL 2000	FUTUROS MINI RUSSELL2000 SEPTIEMBRE 2018	2.877	Inversión
Total subyacente Renta Variable		4.055	
USD	FUTURO EURO/DOLAR SEPTIEMBRE-2018	7.510	Inversión
JPY	FUT.EURO/YEN SEPTIEMBRE 2018	249	Inversión
KRW	FORWARD WON KOREA 20/12/2018	1.300	Inversión
Total subyacente Tipo Cambio		9.059	
Total otros subyacente		0	
TOTAL OBLIGACIONES		13.115	

DETALLE DE INVERSIONES FINANCIERAS

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período Actual		Período Anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
- DEP.UNICAJA 0,03% VTO.11/06/2019	EUR	8.000	16,34	0	0,00
- DEP.BCO.SABADELL 0.10% VTO.04/12/2018	EUR	9.500	19,40	0	0,00
- DEPOSITO BMN 0,05% VTO.29/11/2018	EUR	2.000	4,08	0	0,00
- DEPOSITO BMN 0,05% VTO.29/11/2018	EUR	0	0,00	11.500	22,66
TOTAL DEPOSITOS		19.500	39,82	11.500	22,66
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		19.500	39,82	11.500	22,66
BMG3924T1062 - GENTING HONG KONG (HK)	USD	472	0,96	540	1,06
BMG9618E1075 - WHITE MOUNTAINS INSURANCE	USD	854	1,74	780	1,54
CA3038971022 - FAIRFAX INDIA HOLDINGS SUB VTG ORD	USD	766	1,56	680	1,34
CA3039011026 - FAIRFAX FINANCIAL HOLDINGS INC. (CAD)	CAD	1.872	3,82	1.730	3,41
CA85207H1047 - SPROTT PHYSICAL GOLD TRUST	USD	2.030	4,15	2.055	4,05
CH0012032048 - ROCHE HOLDG	CHF	496	1,01	0	0,00
CH0021783391 - PARGESA HOLDING	CHF	509	1,04	607	1,20
DE000BAY0017 - BAYER AG	EUR	503	1,03	0	0,00
FR0000039299 - BOLLORE	EUR	1.497	3,06	1.785	3,52
FR0000121220 - SODEXO	EUR	643	1,31	0	0,00
FR0000127771 - VIVENDI	EUR	273	0,56	291	0,57
FR0013281847 - BOLLORE-NEW	EUR	0	0,00	10	0,02
GB0009252882 - GLAXOSMITHKLINE	GBP	176	0,36	0	0,00
GRS323003012 - EUROBANK ERGASIAS SA	EUR	421	0,86	400	0,79
GRS491003000 - GRIVALIA PROPERTIES REIC	EUR	516	1,05	552	1,09

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período Actual		Período Anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
JE00B8KF9B49 - WPP LN	GBP	167	0,34	0	0,00
JP3155350006 - C UYEMURA	JPY	967	1,97	1.387	2,73
JP3294460005 - INPEX HOLDINGS INC	JPY	0	0,00	2.406	4,74
KR7005382007 - HYUNDAI MOTOR CO-PREF S2	KRW	1.120	2,29	1.279	2,52
KR7005383005 - HYUNDAI MOTOR CO-PREF S3	KRW	959	1,96	1.046	2,06
KR7005931001 - SAMSUNG ELECTRONICS PREF	KRW	1.161	2,37	1.310	2,58
KYG4095J1094 - GREENLIGHT CAPITAL RE LTD-A	USD	583	1,19	218	0,43
NL0011821392 - SIGNIFY NV	EUR	267	0,55	0	0,00
US0846707026 - BERKSHIRE HATHAWAY B	USD	0	0,00	1.052	2,07
US17275R1023 - CISCO	USD	0	0,00	734	1,45
US1729674242 - CITIGROUP INC.	USD	705	1,44	1.302	2,57
US1924461023 - COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	USD	497	1,02	532	1,05
US2441991054 - DEERE&COMPANY	USD	329	0,67	359	0,71
US3755581036 - GILEAD SCIENCES	USD	332	0,68	326	0,64
US4781601046 - JOHNSON & JOHNSON S	USD	669	1,37	873	1,72
US58155Q1031 - MCKESSON CORP	USD	194	0,40	221	0,44
US61166W1018 - MONSANTO CO	USD	0	0,00	311	0,61
US68389X1054 - ORACLE CORP	USD	1.131	2,31	788	1,55
US69343P1057 - LUKOIL PJSC-SPON ADR	USD	527	1,08	429	0,85
US80585Y3080 - SBERBANK SPONSORED ADR	USD	395	0,81	598	1,18
US8688611057 - SURGUTNEFTGAZ-SP ADR PREF	EUR	133	0,27	130	0,26
TOTAL RENTA VARIABLE COTIZADA		21.164	43,23	24.729	48,75
TOTAL RENTA VARIABLE		21.164	43,23	24.729	48,75
US92189F1066 - VANECK VECTORS GOLD MINERS E	USD	772	1,58	523	1,03
TOTAL IIC		772	1,58	523	1,03
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		21.936	44,81	25.252	49,78
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		41.436	84,63	36.752	72,44

Anexo explicativo del informe periódico

COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA

A 30 de junio de 2018, el valor atribuible a las 1.902.668 acciones de Onegin Capital SICAV en circulación asciende a 25,74 euros por acción frente a los 26,51 euros por acción de final del ejercicio pasado, a 31 de diciembre de 2017.

Durante el periodo, el patrimonio de la sociedad se sitúa en 48,974 millones de euros frente a 50,738 millones de euros del periodo anterior.

La rentabilidad de -2,91% obtenida por la sociedad a lo largo del periodo frente al 2,85% del periodo anterior, sitúa a la IIC por debajo de la rentabilidad media obtenida por la letra del tesoro a 12 meses, que es de -0,22% y por debajo de la rentabilidad media obtenida por los fondos de la gestora con su misma vocación inversora (global), siendo ésta última de 0,1%.

El número de accionistas se ha mantenido constante a lo largo del periodo, siendo 233.

Los gastos soportados por la sociedad han sido 0,78% del patrimonio a lo largo del periodo frente al 0,8% del periodo anterior.

El valor liquidativo de la sociedad se sitúa en 25,7397 a lo largo del periodo frente a 26,5122 del periodo anterior.

En cuanto a los derechos políticos inherentes a los valores integrados en la IIC gestionada por Renta 4 Gestora S.A., S.G.I.I.C., ejerce los derechos políticos (asistencia, delegación o voto) inherentes a los valores, cuando su IIC bajo gestión tiene una participación que represente un porcentaje igual o superior al 1% del capital social o cuando la gestora, de conformidad con la política de ejercicio de derechos de voto, lo considere relevante o cuando existan derechos económicos a favor de accionistas, tales como prima de asistencia a juntas que se ejercerá siempre.

En caso de ejercicio, el sentido del voto será, en general, a favor de las propuestas del Consejo de Administración, salvo que los acuerdos a debate impliquen una modificación en la gestión de la sociedad emisora, contraria a la decisión que motivó la inversión en la Compañía.

En el caso de las acciones del valor Renta 4 de esta sociedad (en el caso de tenerlas en cartera), el ejercicio de los Derechos de Voto sobre Renta 4 Banco son ejercidos por la persona designada por la Junta General o el Consejo de Administración.

Durante el periodo la IIC no ha asistido a ninguna Junta General de Accionistas, por considerar que su participación en las mismas no es relevante en la defensa de los derechos de los partícipes.

En cuanto a la Política Remunerativa de la Gestora, quedará reflejada junto con el Informe Anual.

Actualización de oficio del folleto/DFI de la sociedad de inversión en la que RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A figura como sociedad gestora, como consecuencia del cambio en la delegación de funciones de la misma.

La sociedad a cierre del mes de enero, febrero y marzo incumplía el coeficiente mínimo de liquidez del 1%; incumplimientos que quedan subsanados en el mes siguiente.

VISIÓN Y PERSPECTIVAS

Tras un 2017 de subidas sostenidas y generalizadas en las Bolsas de todo el mundo, las cosas se empezaron a complicar para unos inversores confiados a partir de febrero. Los beneficios crecen todavía, pero a diferencia del año pasado, un atisbo de inflación y tipos de interés algo mayores han empezado a cuestionar la subida. Por primera vez desde 2007, el crecimiento económico trae consigo el riesgo de precios y salarios significativamente mayores, y con ellos, la perspectiva de que los bancos centrales se vean obligados a endurecer, por fin, la política monetaria. Mientras estos mantenían el grifo de la liquidez abierto, compras de bonos y acciones sistemáticamente programadas neutralizaron problemas que de otro modo habrían sacudido a los mercados, sosteniendo además la economía por dos vías: 1) mediante la financiación a coste cero de enormes déficits fiscales, y 2) recreando un círculo aparentemente virtuoso en que tipos de interés bajos catapultan el precio de los activos, que a su vez soportan un volumen creciente de deuda gracias a la cual adelantamos a hoy un gasto que, en un sistema sano y sin dopajes, debería producirse en el futuro.

Decimos aparentemente porque es la alimentación forzada de dinero por bancos centrales y gobiernos, no la economía por su impulso orgánico y espontáneo, la que explica las elevadas cotizaciones y sostiene la mayor deuda. No son los beneficios empresariales los que legítimamente validan cotizaciones mayores, sino que son las cotizaciones infladas y la deuda que las ha propiciado, las que han engordado temporalmente los beneficios. Mercados y economía, el tenderete entero, dependen hasta tal punto de la tutela de los bancos centrales y del exceso fiscal de los gobiernos, que estos han hecho de preservar este estado de levitación su principal preocupación. Pero nos acercamos a un punto de inflexión: con el desempleo bajo control y la inflación repuntando, las autoridades se ven obligadas a retirar gradualmente las muletas en la confianza, más pretendida que real, de que el enfermo caminará por su propio pie.

Es la típica dinámica de fin de ciclo bursátil: los inversores se debaten entre la extrapolación optimista del crecimiento reciente -más aún en EE. UU. donde la rebaja fiscal de Trump engorda inmediatamente los beneficios-, y dos graves amenazas: el fin de los tipos cero y de las inyecciones de liquidez de los bancos centrales, posibilitadores indiscutibles de la actual burbuja, y la propia sobrevaloración de las acciones y de cualquier activo con rendimiento positivo. La mera perspectiva de tipos reales menos negativos e inyecciones de liquidez menos abundantes restan ímpetu a la subida. La especulación continúa, pero empieza a existir alternativa en la renta fija, y se hace más patente el riesgo de accidente serio. Si los beneficios mantienen el pulso y la inflación se comporta no se puede descartar que las Bolsas se sacudan la debilidad de la primera parte del año y volvamos a la euforia de finales de 2017. En tal caso, los inversores racionalizarán la subida, sostendrán que el endeudamiento no es problema -como no lo ha sido en los últimos años-, que tipos mayores son sintomáticos de economías fuertes, y que los extraordinariamente altos márgenes de beneficio son la nueva norma y no revertirán por tanto a su media histórica.

Lo anterior es ciertamente posible, pero los mercados tendrán que lidiar con una dosis mucho más moderada de droga monetaria en esta segunda parte del año. Ello significa que el sector privado contará con menos recursos para especular pues deberá ahora proveer parte de los fondos que los bancos centrales creaban de la nada para financiar el gigantesco estímulo. No hay que minimizar la importancia de este cambio. El efecto de retirar del sistema, tan sólo parcialmente, la monstruosa liquidez inyectada en la última década bien puede tener un efecto demoleedor en el precio de acciones y bonos, equivalente, pero a la inversa, al de propiciar la enorme burbuja que tenemos entre manos.

Evolución de la cartera

Durante el semestre las pérdidas dominaron a las ganancias en la cartera de la Sociedad. Destacaron los retrocesos de Hyundai (-0,50%), Greenlight RE (-0,45%), Bolloré (-0,40%) y las posiciones bajistas en futuros de índices estadounidenses (-0,40%). Las ganancias más destacables correspondieron al holding asegurador Fairfax Financial (+0,25%) y a la petrolera rusa Lukoil (+0,20%).

Un rasgo muy habitual de mercados alcistas tan maduros como el actual, es que las subidas se van concentrando en las acciones que muestran mayor crecimiento, las que previamente mejor lo han hecho en Bolsa. Destacan en primer lugar, unos pocos negocios estrella con crecimiento fuerte, genuino y visible, que el consenso del mercado reconoce. Las multinacionales tecnológicas estadounidenses lideran este reducido pelotón. A estos hay que añadir el mucho más abundante grupo de empresas que han "fabricado" su crecimiento por la vía de emitir deuda para recomprar sus propias acciones. Con el precio del dinero por los suelos, el endeudamiento adicional aumenta poco la factura de intereses, pero permite engordar los beneficios incluso si se emplea en acometer proyectos mediocres -sólo tiene que rentar un poco más que la baratísima deuda-, o aún mejor, si la empresa usa estos recursos ajenos en recomprar sus propias acciones. Al recomprar y extinguir las acciones adquiridas, la tarta que representan los beneficios se reparte entre un menor número de acciones aún en circulación, que ahora tocan a más, produciendo así el mismo efecto que si los beneficios hubieran crecido por la pujanza del negocio. Los inversores han premiado con mayores cotizaciones a las compañías que han debilitado sus balances para recomprar acciones propias, aunque sea a un mal precio. A mayor temeridad, mayor premio bursátil, o lo que es lo mismo, pan para hoy y hambre para mañana.

Mientras, las acciones que no participan en la fiesta languidecen o retroceden, porque para la mayoría, tenerlas en cartera requiere demasiada paciencia o estómago. Los gestores que profesionalmente no pueden permitirse quedar rezagados se encuentran comprando las caras y vendiendo las baratas, obligándonos a soportar el desasosiego, a veces tortura, de nadar contra corriente. La cuestión es ¿por qué aguantar esta agonía? La respuesta es bien sabida: a la larga, la divergencia se corrige a favor de las denostadas. Eventualmente los negocios glamorosos tropiezan con competidores de su talla o simplemente se hacen tan grandes que su crecimiento se ralentiza y converge con el de la economía. De repente, inversores desencantados desertan empujando las cotizaciones hacia el valor económico de los negocios, normalmente muy inferior. Lo opuesto sucede a las acciones de empresas injustamente despreciadas: sus cotizaciones rebotan con fuerza por el doble efecto de que sus beneficios se recuperan, y los inversores rectifican y asignan mayor valor a cada unidad de beneficio obtenido.

Durante el semestre, la actividad de la Sociedad estuvo centrada precisamente en reciclar fondos desde las acciones ganadoras con menor recorrido hacia las perdedoras con mayor potencial y margen de seguridad. Así, además de liquidar nuestras posiciones en Berkshire Hathaway y Cisco Systems, durante enero y febrero, redujimos un poco nuestras posiciones en Bolloré, Uyemura, Pargesa, Citigroup, Cognizant y Johnson & Johnson, aprovechando las revalorizaciones acumuladas en meses anteriores.

Mención aparte merece la venta de nuestra participación en la petrolera japonesa Inpex, inmediatamente después de que la compañía revisara sus prioridades para los próximos años coincidiendo con la entrada en operación de Ichthys el mega-yacimiento de gas australiano que concentra el grueso del valor económico de la compañía. Frente a nuestra expectativa de que la avalancha de fondos que Ichthys empieza a generar se destinara a remunerar a los accionistas y a desarrollar los yacimientos adyacentes -proyectos altamente rentables y de limitado riesgo pues aprovechan la enorme infraestructura ya desplegada para Ichthys-, los administradores de Inpex optan por priorizar otros proyectos, menos rentables y más arriesgados pero conducentes a situar a la empresa entre las grandes de la industria a medio plazo. La acción es una verdadera ganga, pero de nuevo nos encontramos con unos gestores que, pese a promesas reiteradas en contrario, anteponen su ambición por manejar una empresa mayor a nuestro interés como dueños. Lo que es peor: podemos descartar la posibilidad de que aparezca un activista que acumule una mayoría de votos, dé un golpe de timón, releve a los administradores actuales y haga emerger el enorme valor latente. El estado japonés, que controla la compañía a través de una acción de oro, prefiere promover un campeón nacional que rentabilizar su propiedad. Aunque nuestra incursión en Inpex ha producido una pequeña ganancia al cabo de los años, el lucro cesante ha sido sustancial, y sobre todo no debía haberse producido. Nuestra frustración es grande porque nos arrebatan un beneficio que era nuestro, que ni siquiera ellos disfrutarán.

Por el lado de las compras, hemos tratado de aprovechar caídas de cotizaciones que nuestro análisis encontraba desproporcionadas. Es el caso de Oracle, que pese a publicar unos buenos resultados, que en nada nos hacen dudar de nuestra tesis original, sufrió una avalancha de ventas porque la transición de su negocio tradicional a la "nube" es más lenta de lo registrado en su día por otras empresas de software de éxito (p.ej., Microsoft, Adobe). Esta lentitud y su decisión de sintetizar la información financiera que suministra sembró dudas respecto a la salud del negocio. Mientras los inversores vendían, la propia compañía ha estado aprovechando la cotización deprimida para acelerar su plan de recompra de acciones. Y Onegin detrás, aumentando su apuesta.

Un caso parecido sucedió con Sodexo, el gigante francés de catering, aunque aquí los resultados que publicó constituyeron una sorpresa negativa que dejaba menos margen a la interpretación. El problema de Sodexo es de organización y ejecución, y es por tanto susceptible de corregirse eventualmente. El tropezón creó la oportunidad de comprar a precio razonable un negocio verdaderamente atractivo, con una posición competitiva muy bien defendible y crecimiento rentable por delante.

Onegin ha tomado pequeñas participaciones en Roche, GSK y Bayer, empresas farmacéuticas centenarias, bien diversificadas, prudentemente financiadas, con grandes presupuestos en innovación, y con una cultura corporativa que permite augurar un buen desempeño futuro en diferentes escenarios regulatorios. Aunque poblaciones envejecidas y pudientes prometen crecimiento estructural a largo plazo, ajeno en gran medida del ciclo económico, los inversores están especialmente preocupados por la regulación en Estados Unidos. La administración Trump lleva meses planeando una reforma que reduzca el muy elevado coste sanitario que soporta el país -el gasto norteamericano asciende al 17% del PIB frente al 8-12% de Europa-. Se teme que el tjeretazo alcance a los medicamentos, y es que, pese a que éstos no representen más que un 14% de la factura sanitaria total en EE. UU., son un 50% más caros que en Europa. Entre las medidas planteadas destaca la promoción de genéricos y biosimilares, con precios sensiblemente inferiores a los de los fármacos "originales", más rentables para los fabricantes. Este clima de amenaza ha pasado factura a las cotizaciones del sector, que vuelven a ser atractivas -con dividendos que rondan el 4%-.

Finalmente, interesa discutir la apuesta de Onegin por Greenlight Re. Tras nuestra primera compra de 2017 la acción ha seguido cayendo. Durante enero y febrero añadimos a nuestra posición, prematuramente a la vista de que ésta posteriormente aceleró su caída para terminar el primer semestre perdiendo cerca de un 30% de su precio de comienzos de 2018. La cartera de inversión de Greenlight Re es víctima directa del fenómeno descrito con anterioridad en el que los inversores compran las acciones sexys y caras y venden las baratas que tienden a representar negocios estancados o simplemente normales. Greenlight Re sufre por partida doble porque no se limita a comprar las baratas, sino que vende en descubierto las caras. A escala menor es el mismo proceso que padecemos en Onegin: las acciones que tenemos en cartera caen, pero los futuros vendidos no nos protegen de la caída: al contrario, el avance de los índices Russell 2000 y Standard & Poor's 500 sobre los que materializamos nuestra apuesta bajista nos han costado un 0,40% en el semestre. En su más reciente comunicación, David Einhorn, presidente de Greenlight Re, afirmaba: "Creemos que la validez de nuestras tesis de inversión permanece intacta. A pesar de los resultados recientes, nuestra cartera debería rendir satisfactoriamente a futuro". Coincidimos, y otro tanto esperamos nosotros respecto a la cartera de Onegin.

Estrategia de inversión

En 1957 William Martin, el entonces presidente de la Reserva Federal, en respuesta a algunas ilustres voces que defendían mayor relajación monetaria para "lubricar" la economía, declaró: "Ciertamente éste sería un mundo maravilloso si, por el mero hecho de abrir el grifo del crédito, la Reserva Federal pudiera aumentar el flujo de bienes y servicios hasta satisfacer en cada momento todos los deseos humanos. Si dispusiéramos de semejante magia, les aseguro que la usaríamos. Pero por supuesto, tal magia no existe y estaremos todos mejor si no actuamos como si existiera".

Bien, 60 años después aquí estamos sufriendo, en lugar de beneficiarnos, de la magia que parecen poseer y están dispuestos a usar Draghi y sus colegas en los principales bancos centrales del mundo para recrear la tercera burbuja en lo que llevamos de siglo. Según un informe recién publicado por el Instituto Internacional de Finanzas al cierre del primer trimestre la deuda mundial total alcanzó los 247 billones de dólares, un 65% más que en 2007, equivalente al 318% del PIB mundial. Alguien diría que el problema de deuda que a punto estuvo de colapsar la economía mundial hace diez años se ha solucionado, ..., ¡con mucha más deuda!

Aprovechando las facilidades de acceso y lo barato que se ofrece el dinero, hay más empresas endeudadas que nunca, y en promedio, éstas soportan una mayor carga de deuda que en el pasado. Incrédules nosotros, vemos en esta evolución mayor riesgo y fragilidad, no lo contrario. Ello, junto con valoraciones exorbitantes, explican nuestra cautela, también extrema, con una exposición neta de coberturas, inferior a un tercio de la cartera al final del semestre.

El principio que nos guía es simple: si el mercado ofrece rentabilidades jugosas a cambio de un riesgo acotado y que entendemos, comprometemos nuestro capital. En caso contrario, seguimos buscando, pero bajo ningún concepto, nunca, aceptamos pagar caro a sabiendas.

La primera línea de protección en un entorno como el actual comporta vender lo inflado y refugiarse en los valores despreciados: los "anti-burbuja" podríamos calificar. Nuestra posición en acciones de reaseguradoras y holdings, en acciones coreanas, rusas y griegas, encajan perfectamente en la definición de anti-burbuja. Cotizan con tal descuento y su riesgo es tan idiosincrático que su comportamiento debería ser independiente del que siga el resto del mercado. El resto de nuestras acciones, de empresas farmacéuticas, tecnológicas, etc. corresponden a excelentes negocios, pero razonablemente valorados. Este grupo se vería arrastrado ante una caída pronunciada y generalizada, pero veríamos cualquier castigo de envergadura como una gran oportunidad para añadir a nuestras posiciones. Se trata de negocios tan buenos y resistentes que cotizaciones sensiblemente inferiores sin duda los convertiría en anti-burbujas altamente deseables.

Seguimos cubriendo esta porción de cartera con la venta de futuros de índices estadounidenses -Russell 2000 y S&P 500-, representativos de la sobrevaloración más obscena que observamos en acciones cotizadas. Aunque no ha sucedido durante este primer semestre, ante cualquier corrección bursátil, las acciones que integran estos índices merecen caer mucho más que nada que tengamos en cartera, protegiendo así nuestra posición.

La tentación de beneficiarnos del inevitable reventón que esperamos está siempre presente. Al fin y al cabo, nuestro trabajo consiste en aprovechar las discrepancias entre precios y valores económicos para obtener rentabilidad sustancial con riesgo limitado, nuestro objetivo último. Los excesos como el actual no son difíciles de identificar -no necesitamos una báscula para saber que, rondando los 150 kilos, una persona es obesa-. Lo difícil es mantenerse al margen de una corriente alcista, o más aún, ponerse en contra utilizando derivados. La experiencia nos ha enseñado que las cotizaciones pueden permanecer divorciadas de los valores económicos durante meses, incluso años. Más aún, la sobrevaloración no suele disuadir a los especuladores decididos a no perderse la subida -de hecho, es frecuente que en la fase final de las burbujas las cotizaciones suban a la estratosfera-. No queremos que un tren desbocado nos pase por encima pero no olvidamos que la valoración actual es como la goma de un tirachinas, y que tarde o temprano, lo que vale un euro termina por cotizar a un euro. Resolvemos este dilema cubriendo una parte de nuestra cartera con la venta de futuros, pero mantenemos la mayoría de nuestro capital aparcado en liquidez, a la espera de que la goma del tirachinas venga de vuelta y podamos invertir con ventaja. Porque venir de vuelta, sin duda vendrá.

Quizá los actuales beneficiarios de la efervescencia bursátil deban preguntarse si ganan por hacer lo correcto o por correr la suerte del especulador en la subida. Como administradores de Onegin Capital, ciertamente queremos ganar, pero debemos hacerlo por buenas razones, ancladas en la lógica económica y en la experiencia histórica relevante. Aunque la espera se hace muy larga, estamos convencidos de estar haciendo lo correcto.