

Madrid 26-09-2017

Visita de **Jean Pascal Rolandez**, gestor del fondo **ULYSSES LT European General**.

En su visita del pasado miércoles a nuestras oficinas, Jean Pascal volvió a superar las expectativas.

Su metodología, el rigor con el que la ejecuta y los resultados durante tantos años, aportan credibilidad a su fondo de inversión.

Sus opiniones sobre los temas de actualidad que preocupan a la comunidad financiera, confirman una visión clara y bien documentada, tras muchos años de experiencia gestionando y en departamentos de inversión, corporativos....

Su fondo invierte en empresas europeas incluyendo Reino Unido, Suiza y países nórdicos que en general venden su productos y servicios a países emergentes y desarrollados. Son por lo tanto empresas globales.

Selecciona sus inversiones desde un universo de 7.000 compañías entre las que **descarta** las que capitalicen menos de 100 millones de euros, las que lleven menos de dos años cotizando en bolsa, las que tienen poco capital flotante, las que son negocios puramente tecnológicos, las que son holdings u operan en varios sectores, las empresas excesivamente expuestas a los ciclos económicos, las que asumen riesgos por tener pocos clientes o proveedores o pocos y difícilmente sustituibles directivos clave en la compañía, elimina las que tienen márgenes débiles o las que están gestionadas por personas que no proceden de ese negocio....hasta llegar a una selección de empresas que son escogidas por cotizar a múltiplos bajos.

Habló de 125 empresas que compra en el fondo y a las que realiza un seguimiento detallado, porque pueden ser objeto de compra si el precio es atractivo.

¿Cuáles son esos criterios?

Cotizar menos de 10 veces EBITDA o en el caso de bancos y financieras cotizar por debajo del valor neto contable (0,8 veces) o en las inmobiliarias, tener un descuento de no menos del 20% sobre el valor de mercado.

Llegado el momento de vender, cotizar 12 - 15 veces EBITDA, 1,5 veces el valor neto contable o cotizar por encima del valor de mercado en las inmobiliarias, estos son los niveles que tiene en cuenta. La disciplina le ha hecho perder algunas oportunidades, pero consigue materializar plusvalías y deshacerse de inversiones con menor potencial.

Evita riesgos no concentrando las carteras en empresas del mismo sector o negocio. Si compra una empresa de distribución de alimentos, ya no compra otra similar.

Suele tener unos 30 valores en cartera y cada año vende tres de promedio, algunos de ellos por recibir OPAS. El resto, al llegar a las ratios señaladas o como recientemente sucedió, por vender una inversión que ha salido mal.

Jean Pascal calcula que todos los años el fondo pierde algo más de un punto por inversiones que no salieron bien.

La rentabilidad promedio en los últimos 19 años es del 8%. Según sus estimaciones el rendimiento para los próximos 3-5 años será algo inferior, espera un 6%, por la fase del ciclo en que estamos.

A continuación, comentó sobre la situación económica y financiera.

Desde hace tiempo es muy crítico con el inmovilismo de las clases políticas francesas.

Dice que **Francia** está como Grecia hace 15 años y que sus elevados déficits y nivel de endeudamiento, alto peso del sector público, rigidez laboral, 35 horas a la semana de jornada laboral, quebranto del sistema de pensiones que junto con la deuda pública alcanza el 160% del PIB, colocan a su país como el principal riesgo para Europa.

Tal vez Jean Pascal tenga razón y la próxima vez que haya tormenta, Francia aparezca tan vulnerable como España o Italia se mostraron en 2012.

El Brexit seguirá debilitando al Reino Unido durante los dos próximos años y la libra puede seguir barata, pero en su opinión, **es lo mejor que le ha podido suceder.**

Librarse de más de 16 mil normas europeas y poder decidir su destino al margen de la UE.

Piensa que desde la Unión Europea están buscando la desconexión más dolorosa y lenta para evitar que tenga un despegue económico rápido y quede en evidencia que lo mejor, no es necesariamente pertenecer al este grupo.

El Reino Unido redefinirá sus objetivos, acorde a la nueva situación mundial y cuenta con millones de ciudadanos en las antiguas colonias que siguen apostando por Londres como la principal plaza financiera, fiscal, residencial, ocio...

En pocos años, volverá a crecer con fuerza, se recuperará el mercado inmobiliario y la libra retomará la fortaleza de antes del Brexit.

Como vemos, es un mercado atractivo, como pocos.

Definió la **situación de la economía americana** como el “veranillo de San Miguel”. El ciclo económico y bursátil está **muy maduro** y el 2019 espera una **recesión**.

Sólo la llegada de Trump con sus propuestas expansivas, han prolongado este ya largo ciclo económico que está próximo a su fin ya que no cree que le vayan a permitir grandes cambios en fiscalidad o gasto público. En su opinión, el Congreso bloqueará toda medida que conlleve más deuda.

Para Jean Pascal tres indicadores muestran el agotamiento del ciclo americano.

Las **ventas de automóviles** están bajando y los inventarios subiendo. Estas empresas reducen la producción y recortan pedidos a las empresas de componentes. Unas y otras realizarán despidos para ajustar su producción.

El **inmobiliario americano** es la sombra de lo que fue apenas hace un año. Se ve especialmente en las ventas en mercados como el residencial en Manhattan. Hay una fuerte caída en el número de transacciones y descuentos en los precios en residencial, *en localizaciones de primera calidad*.

Otro indicador es el volumen de **crédito concedido al consumo**, está en niveles superiores a 2007 y muestra tasas de morosidad significativas. Los bancos no podrán seguir prestando como antes y será una pata muy importante que hará aflojar el crecimiento de la economía americana.

Espera una recesión en 2019 y que las bolsas lo empiecen a descontar con 6 o 12 meses de antelación.

Todos los mercados de acciones irán detrás del americano que en cualquier caso seguirá creciendo más que las economías europeas y por ello no espera un dólar mucho más débil y que volverá a fortalecerse en el largo plazo.

La enérgica actuación de los **Bancos Centrales** durante todos estos años tras la crisis de 2007 -2008 la ve como un acierto ante una situación extrema para restaurar la liquidez en un mundo que perdió la confianza de forma súbita.

Cree que ya es el momento de ir revirtiendo esas actuaciones y confía en que se hará lentamente y sin riesgos inmanejables. Es consciente del elevado endeudamiento de empresas, particulares y gobiernos.

Cuenta con que numerosas empresas no están preparadas para esta nueva etapa de tipos más altos por la menor intervención de los bancos centrales e irán quebrando una tras otra “gentilmente” y sin demasiado ruido.

Tres compañías de las 28 son españolas. Día, Prosegur y Abertis.

Javier Martín Carretero.

Director del Comité de Inversión.

