



“Godot says, ‘Running late, frowny face, winky face.’”

“ESTRAGON: Pasemos ya a otra cosa, ¿quieres?”

VLADIMIR: Era justo lo que iba a proponerte.

ESTRAGON: Pero ¿a qué?”

VLADIMIR: ¡Ah, éste es el problema!”

Samuel Beckett, “Esperando a Godot”

Estimados partícipes:

Lo primero de todo, quisiera dar la bienvenida a los nuevos partícipes que se han unido en estos últimos 3 meses a nuestra familia de Castañar IF. ¡Bienvenidos!

Durante este trimestre el fondo ha tenido una rentabilidad del -5.2%. En los 9 meses de vida que lleva operativo el fondo, Castañar IF ha obtenido una rentabilidad de -6.9%.

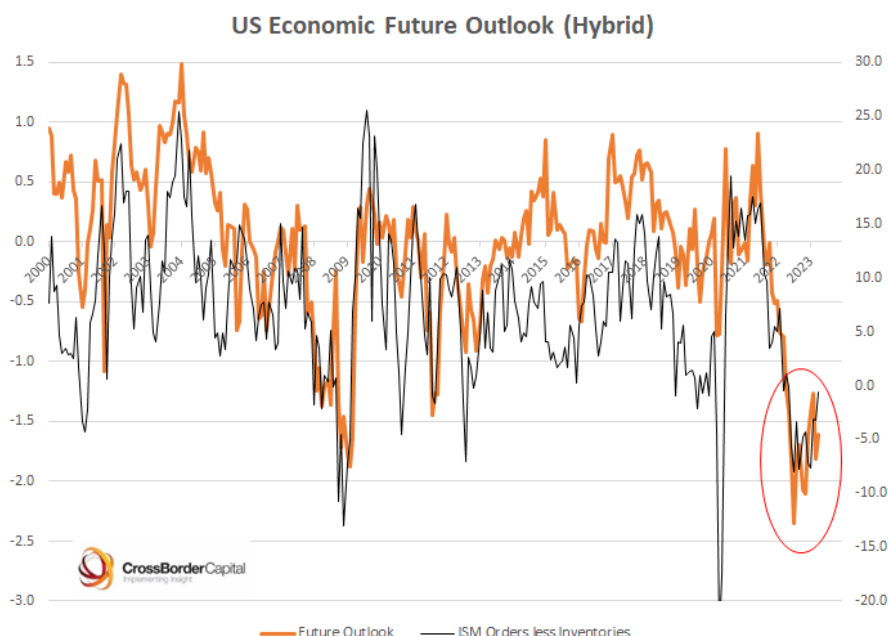
2022		3T	4T	Año		
Rentabilidad		0.6%	-4.3%	-3.8%		
2023	1T	2T	3T	4T	Año	Inicio
Rentabilidad	2.0%	-5.2%			-3.3%	-6.9%

En esta carta, en vez de dedicar una sección a explicar la tesis de una de nuestras compañías, he creído más oportuno aprovechar estas líneas para analizar en profundidad el estado actual de la economía. Además, comentaré el comportamiento del fondo durante este trimestre y los movimientos realizados en la cartera. Este último trimestre ha sido especialmente tumultuoso y confío en que, haciendo esta reflexión y análisis, podamos juntos hallar claridad entre tanta obscuridad. Como viene siendo habitual, me he apoyado en multitud de gráficos que, aunque alargan la extensión de esta carta –ha quedado bastante completa –, creo que le aportan realidad y objetividad. ¡Vamos allá!



Situación del mercado

Como Vladimir y Estragon, llevamos desde finales de 2018 esperando a una recesión que no parece llegar – sí, ¡5 años! –. Es más, las distintas instituciones y bancos centrales no paran de retrasar sus fechas estimadas de llegada de dicha recesión. Primero era finales del 2022, luego 2023, ahora finales del 2024... No es de extrañar entonces que el mercado se encuentre “tembloroso”, reaccionando bruscamente ante cualquier noticia ligeramente negativa que pueda indicar que ésta se acerca. A diferencia de los titulares que nos inundan cada día, **nadie sabe si habrá una recesión, estamos en una recesión o si ya ha habido una recesión**. De hecho, ya nadie sabe ni qué es una recesión¹ y [Alemania podría estar en una desde el primer trimestre](#). Tampoco debemos olvidarnos de que una cosa es lo que ocurre en la economía, y otra el comportamiento de la bolsa. ¿Podría la bolsa estar descontando ya una recesión?

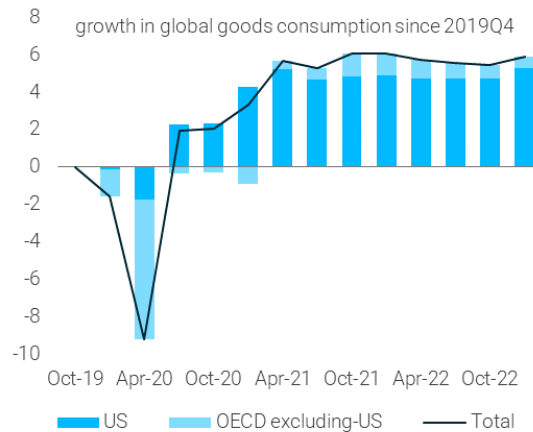
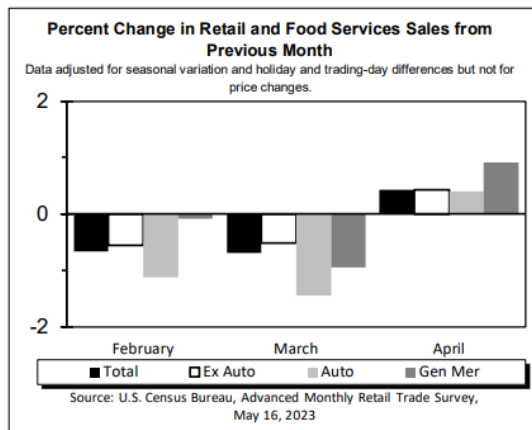


Ante tanta incertidumbre, como Inversor en Valor me gusta volver a los fundamentales y analizar los datos disponibles. Como siempre, aislarse del ruido y quedarme con los datos. Para ello, en los siguientes puntos intento hacer una **radiografía del estado actual de la economía** en sus diferentes segmentos, con gráficos y estadísticas que no encontrará en los medios habituales:

- **El consumo está en máximos.** Si analizamos los últimos resultados de Visa y MasterCard, podremos observar que las ventas están en récords históricos. El CFO de Visa ya en enero nos decía que *ellos no ven ninguna recesión en 2023*. Es decir, la gente sigue usando sus tarjetas de crédito y consumiendo más que nunca (obviamente los precios altos favorecen a estas empresas). Pero si vamos a los datos de consumo oficiales, observamos que las ventas y gastos de consumo personal (PCE) confirman la anterior declaración:

¹ El año pasado [la Casa Blanca decidió muy oportunamente cambiar](#) su tradicional y comúnmente aceptada definición de recesión (dos trimestres consecutivos de decrecimiento del PIB) a “recesión técnica”. Esta intervención política llegó incluso a causar estragos en Wikipedia, donde partidarios de uno y otro partido, [se peleaban por cambiar la definición](#).

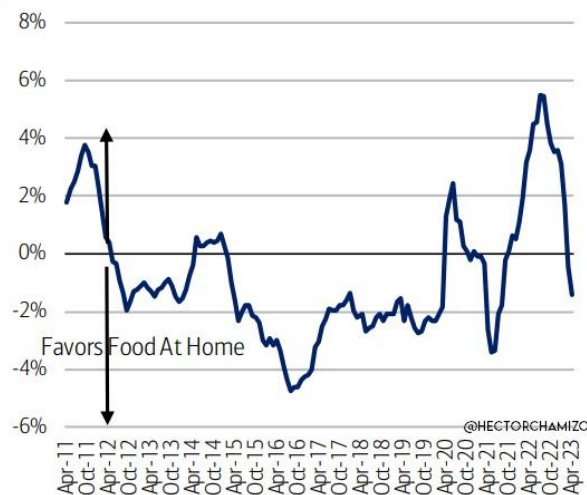




- **El consumo es sensible a la inflación.** Aunque el consumo se haya incrementado, la población empieza a priorizar en qué gasta sus ahorros. Abajo podemos ver cómo cada vez los estadounidenses comen menos fuera de casa:

Exhibit 7: FAH minus FAFH y/y % change

FAH vs. FAFH negative gap increased in May to -2.5 ppt.



BofA GLOBAL RESEARCH

- **Las compañías siguen obteniendo beneficios récord.** Los beneficios empresariales alcanzaron [niveles récord en el primer trimestre](#). Además, el 79% de las compañías del SP500 reportaron unos resultados del primer trimestre mejores que lo esperado y [se han repartido una cantidad récord de dividendos](#), señalando que las empresas no desean acumular capital para una eventual recesión.



Fed Data Dragging Down US Corporate Profits Excluding Fed bank earnings, corporate profits rose to new record

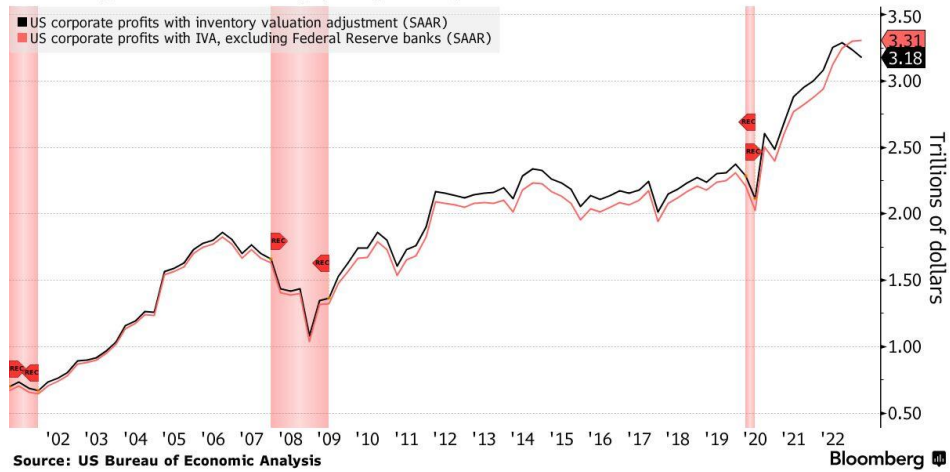
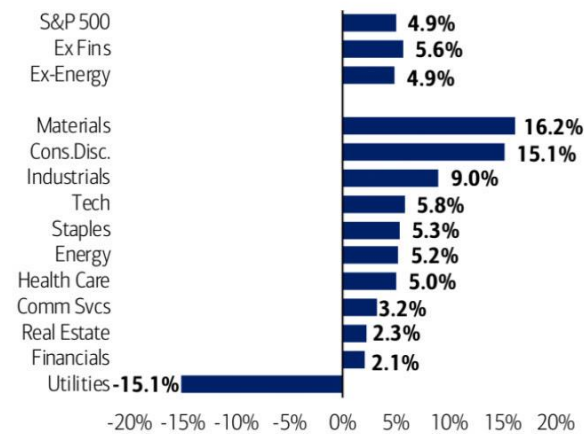


Exhibit 5: Every sector beat except Utilities

Revision to consensus 1Q23 earnings since start of April



Source: FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

BofA GLOBAL RESEARCH

- **Las compañías siguen expandiéndose.** En contra de lo que nos indica el PMI (que no deja de ser una encuesta), las compañías siguen invirtiendo y [la construcción de nuevas fábricas sigue creciendo](#) mes a mes a pesar de las presiones inflacionarias. El CEO de Caterpillar, empresa líder en maquinaria de construcción, así lo confirmaba:

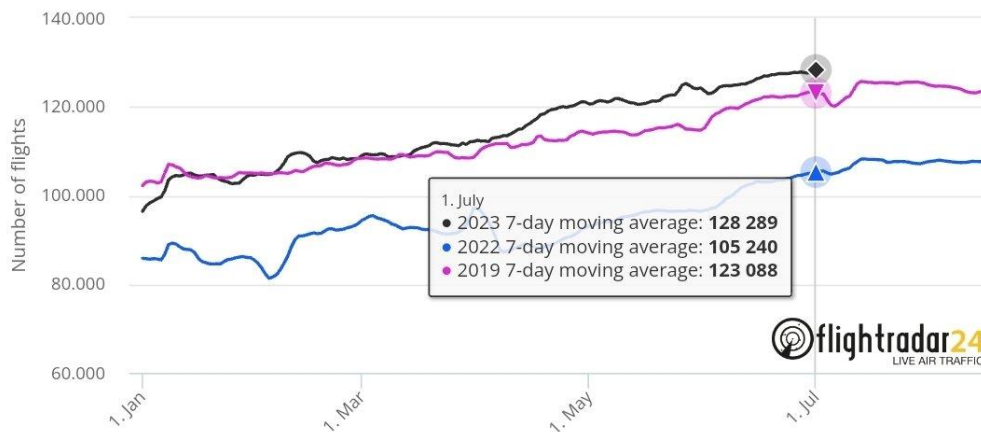
“We feel good about the market conditions,” [Caterpillar](#) Chief Executive Jim Umpleby said late last month after the construction-equipment maker’s [quarterly sales rose by 17%](#) from the same period last year and profit increased by 26%. “Our first-quarter results lead us to expect that 2023 will be even better than we previously anticipated.”





- **Los vuelos están en máximos.** Si observamos el número de vuelos comerciales, veremos que no sólo estamos por encima de los niveles de 2019, sino en niveles récord históricos. Esta situación refleja una economía activa y creciente, no de una economía en recesión.

Number of commercial flights tracked by Flightradar24,

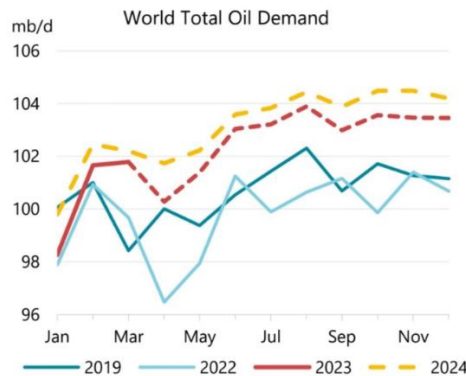


- **La gente está deseosa por viajar.** En la última conferencia de Airbnb expresaban que tienen un 25% más de reservas para verano que el año pasado a estas alturas del año. La gente no sólo tiene ganas de viajar en verano, sino que se han anticipado en los preparativos.

More guests are traveling on Airbnb than ever before. Nights and Experiences Booked grew 19% in Q1 2023 compared to a year ago. Even with continued macroeconomic uncertainties, we have seen our highest number of active bookers, demonstrating both loyalty from our returning guests and a growing base of first-time bookers. Our current backlog of nights is approximately 25% stronger than a year ago.

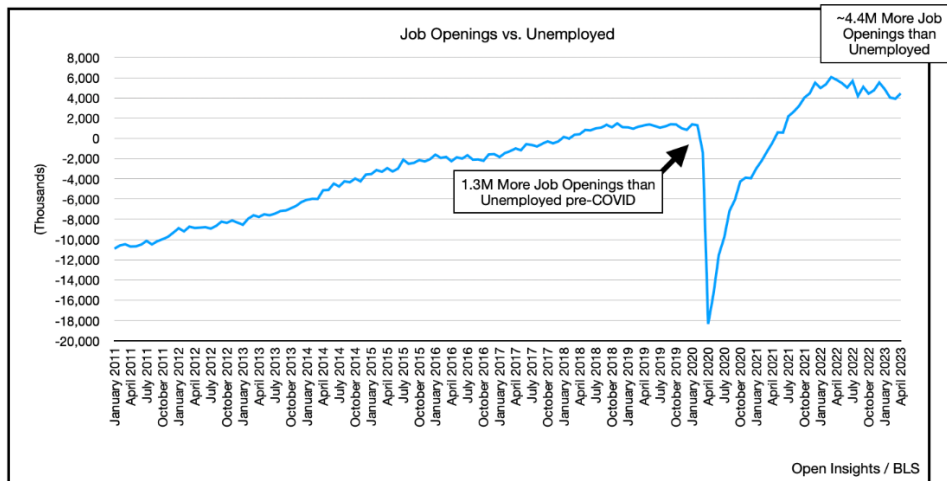
- **El mundo utiliza cada vez más petróleo.** Si analizamos las previsiones de demanda del petróleo para este año observamos que la demanda de petróleo a nivel global está en máximos históricos, y no para de crecer semana tras semana. En una recesión, la caída de actividad económica causaría una caída de la demanda del petróleo que hundiría el precio. Que el precio del petróleo esté entre \$70 y \$80 WTI ahora mismo, nos indica que no se espera una recesión.





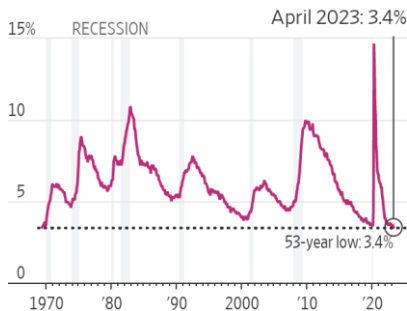
Fuente: IEA

- **Las empresas siguen contratando, y cada vez más.** En EE. UU., [en el mes de mayo las contrataciones subieron en 339,000 personas](#). Actualmente, hay 4.4 millones más puestos de trabajo sin cubrir que personas desempleadas, siendo esta cifra un máximo histórico.



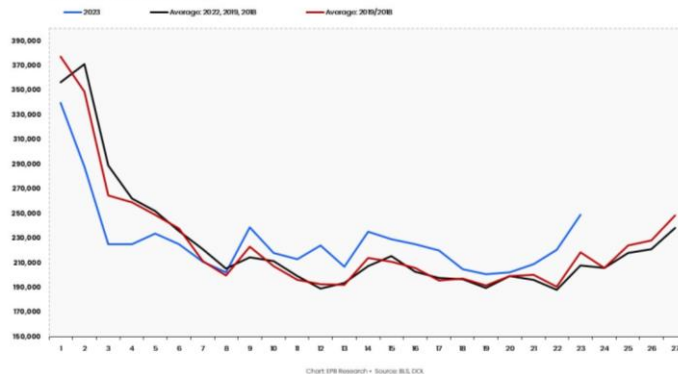
- **El desempleo sigue estando en mínimos, y decreciendo.** El desempleo en EE. UU. se encuentra en un 3%, ¡mínimos desde 1970! Es más, cada vez más adolescentes están prefiriendo unirse al mercado laboral en vez de perseguir una educación superior, haciendo que [el desempleo en adolescentes entre 16 y 19 años esté en mínimos de 70 años \(9.2%\)](#). La otra cara de la moneda, y un indicador más adelantado, es que las solicitudes iniciales de desempleo vuelven a subir con fuerza.

Unemployment rate



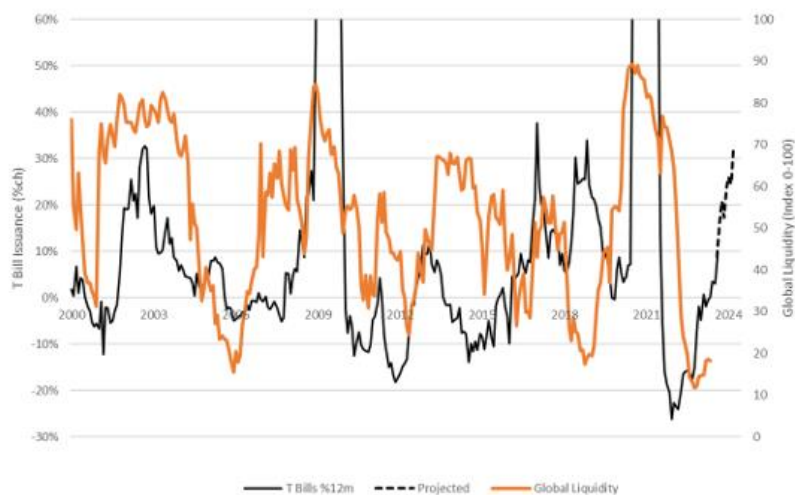
Note: Seasonally adjusted
Source: Labor Department

Initial Claims (NSA)



- **Sigue habiendo liquidez disponible.** Tras las últimas medidas monetarias adoptadas con la Reserva Federal estadounidense, la liquidez del sistema está asegurada. A diferencia de 2008, si hay una crisis, no será una crisis de liquidez.

Figure 9: Global Liquidity Index and Percentage Change in US Treasury Bill Issuance (Advanced 6 Months), 2000-23



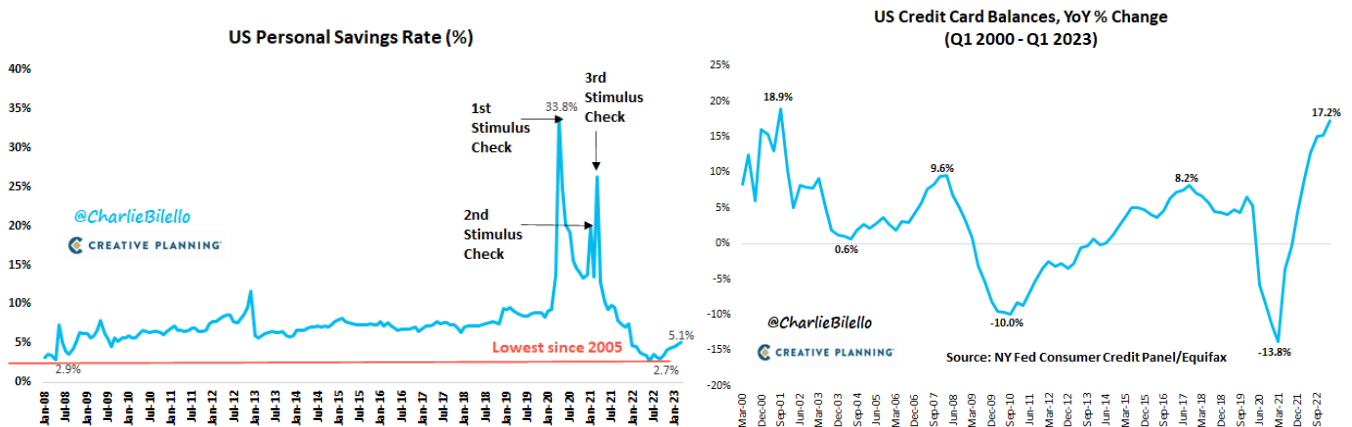
CrossBorderCapital
Implementing Insight

Global Liquidity Index (GLI™), 1970-2023



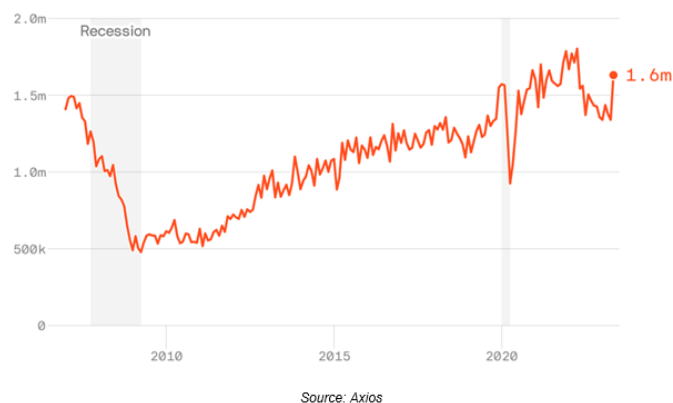
- **La gente vuelve a ahorrar.** Es cierto que el ahorro va en detrimento del consumo, es decir, cuando uno ahorra está prescindiendo del consumo hoy, en pos de un consumo futuro. El ahorro vuelve a crecer a un ritmo muy acelerado y se vuelve a situar en niveles de 2009 (una vez pasada la crisis de 2008). De venir una recesión, la población se está preparando para ello. Sin embargo, hay que reconocer también el aumento del uso de tarjetas de crédito (“*deuda mala*”) para llegar a fin de mes. Esta disparidad nos muestra que el status de la población estadounidense es cada vez más desigual, y mientras un segmento de la población se puede permitir ahorrar, otro segmento (clase baja) está teniendo dificultades para afrontar sus pagos.





- **Se vuelven a construir nuevas de casas.** Tras el boom de construcción que se dio durante la pandemia y su posterior caída, [las solicitudes de permisos para nueva construcción de casas en EE. UU. vuelven a subir.](#)

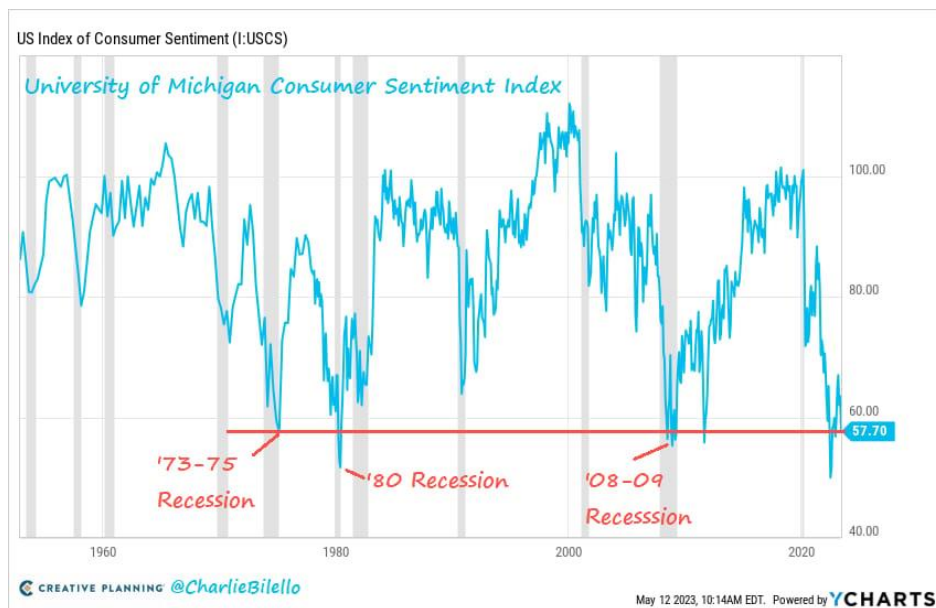
US New Home Construction



Dado todo lo anterior, ¿podemos estar ante una profecía autocumplida? ¿Puede ocurrir una recesión si se la está esperando desde hace años y el mercado se ha preparado para ella? Ludwig von Mises en su libro “*La acción humana*” nos explicaba que la economía, lejos de ser una ciencia exacta, es un sistema agregado de individuos dinámicos, que toman decisiones activas que dictan su futuro. El ser humano es un ser consciente y despierto, que va a tomar medidas que buscan mejorar su situación. Si sabe que viene una recesión, actuará para poner medidas para mitigarla o frenarla.

Si nos fijamos en el gráfico inferior, el suelo del sentimiento siempre ocurre al final de las columnas grises, que marcan los periodos de recesión. Es decir, el sentimiento es posterior a los datos, y la narrativa marca el sentimiento. ¿Podemos estar en una situación similar?





Aquí he presentado una radiografía de la situación actual, con datos mixtos que argumentan una postura y otra. Como dijimos al principio, nadie tiene la respuesta. Pero al menos, ahora sabemos en qué **estado real de salud** se encuentra la economía, y podemos tomar decisiones informadas.

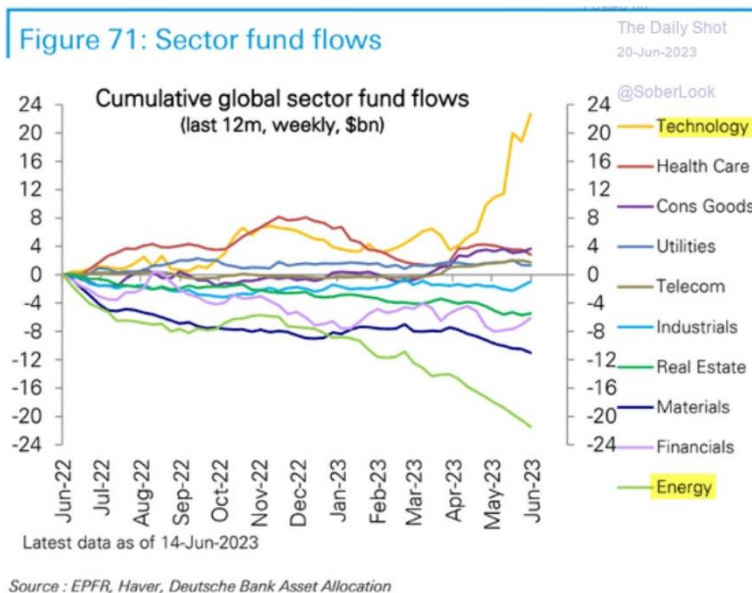
El caso del Petróleo



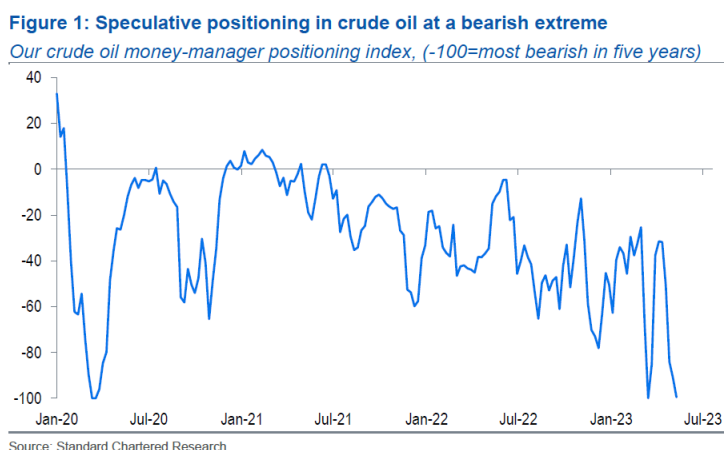
Si arriba resaltábamos el profundo sentimiento pesimista que rodea la economía, el mercado bursátil no se escapa tampoco. Estamos viendo cómo hay una cuantiosa [fuga de dinero desde los fondos value a los índices o FAANG](#), y en especial desde las pequeñas y medianas compañías. Como seguramente esté pensando, justamente esta categoría es la que impacta de lleno a la filosofía de inversión de Castañar, y efectivamente explica los negativos resultados de nuestro fondo en este trimestre. Por suerte, a diferencia del mercado, Usted y yo somos inversores a largo plazo. Dicho privilegio nos permite tener paciencia durante los tiempos más convulsos, sabiendo que no se trata de obtener resultados un trimestre, sino de llegar a la jubilación habiendo compuesto nuestro



capital varias veces. Y paradójicamente, momentos como los actuales son los que marcan la diferencia. **Es ahora cuando más disparidad entre precio y valor se da y, por ende, tienen lugar las mejores oportunidades de inversión.** En este sentido, me alegra ver cómo nuestros partícipes, conscientes de esta ambigüedad, están aprovechando para incrementar su inversión en Castañar, desmarcándose del comportamiento del inversor medio de nuestro país.



El mejor ejemplo de esta filosofía *contrarian* nos lo da nuestra principal inversión, el petróleo, que representa el 50% de nuestra cartera². Si cree que el mercado tiene un sentimiento pesimista, en el caso del petróleo el pesimismo es doble. A la falsa idea de que los combustibles fósiles van a desaparecer en los próximos años, se han sumado los miedos a una posible recesión. ¿Se acuerda de cuando estábamos en la pandemia con todo el mundo encerrado en sus casas, la economía mundial parada, nadie cogía el coche, todos los vuelos se cancelaron y no sabíamos cuánto tiempo iba a durar la pandemia o si íbamos si quiera a encontrar una vacuna? Pues el mercado cree que ahora estamos peor:



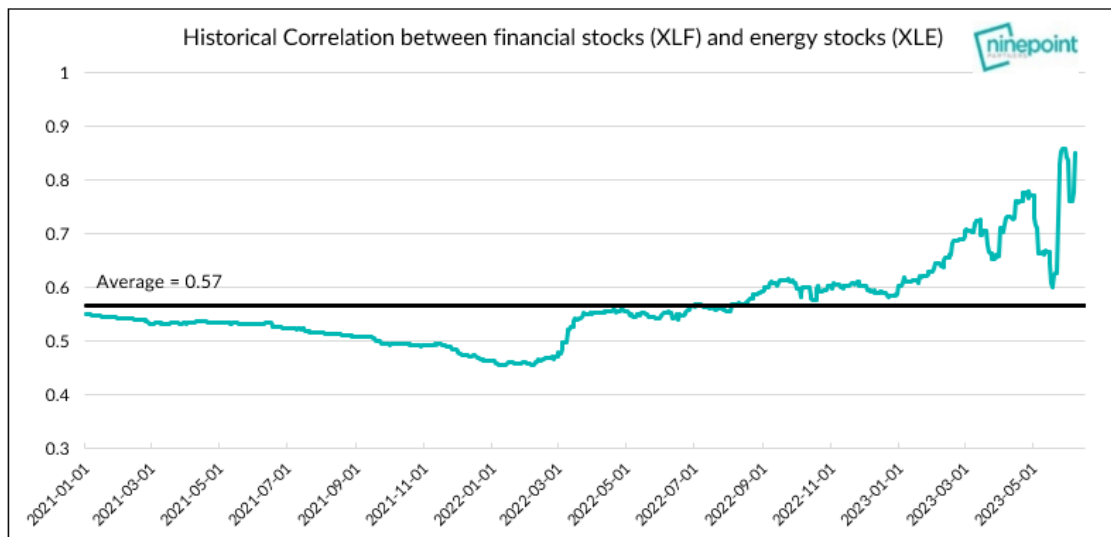
² La tesis de inversión del petróleo puede encontrarse explicada en detalle en mi [primera carta trimestral](#).



Como resultado, [el precio del petróleo ha caído 10 de los últimos 12 meses](#), siendo la primera vez que esto ocurre desde que se introdujo el mercado de futuros en 1983. En mi opinión, esto no tiene ningún sentido, y más si se compara con lo expuesto en la sección anterior o noticias como las siguientes:

<p>China's Demand for Oil Hits Record as IEA Raises Global Forecasts</p> <p>Outlook highlights widening divide between booming demand in the developing world and lackluster requirements in Europe and North America</p> <p>By Will Horner May 16, 2023 5:06 am ET</p> <p>Source: Wall Street Journal, May 16, 2023</p>	<p>India's petroleum use at record high in FY23 on surging fuel demand</p> <p>For the year ended March, consumption of major fuels—diesel, petrol, and liquefied petroleum gas (LPG)—broke all previous records. Petroleum product consumption is considered a measure for crude oil demand, alongside being a proxy for tracking industrial activity and domestic consumption trends.</p> <p>Source: The Indian Express, April 11, 2023</p>
<p>U.S. Airlines Forecast Record Summer Despite Air Traffic Controller Shortage</p> <p>Edward Russett • May 24, 2023</p> <p>Source: Airline Weekly, May 24, 2023</p>	<p>China's Oil Demand Hits Another New High</p> <p>Copyright © 2023 Energy Intelligence</p> <p>China's apparent oil demand topped 16 million barrels per day in April, setting a new all-time high just a month after it broke through the 15 million bbl mark for the first time.</p> <p>Source: Energy Intelligence, May 26, 2023</p>
<p>Travel boom helps European airlines defy economic gloom</p> <p>Holidays are at top of consumers' spending list despite high prices thanks to pent-up demand.</p> <p>Source: Financial Times, April 19, 2023</p>	<p>U.S. holiday air passenger travel tops 2019 pre-COVID levels</p> <p>Source: Reuters, May 30, 2023</p>

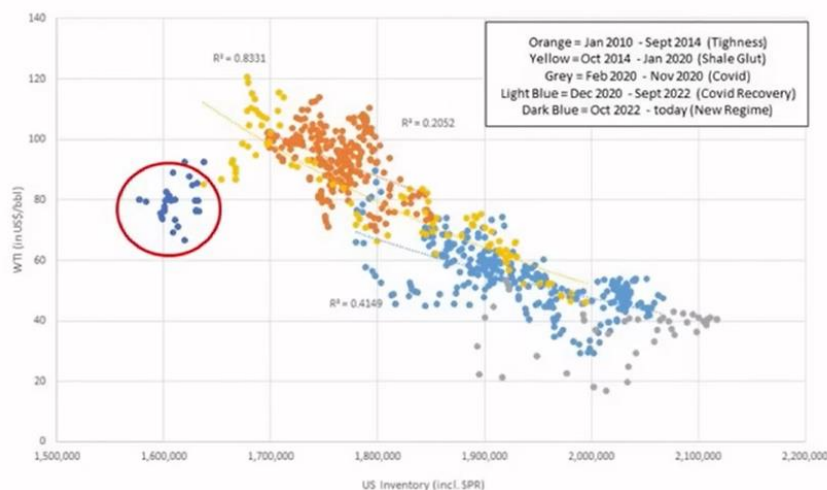
Nos encontramos ante uno de los mayores desajustes en la historia entre los fundamentales del mercado físico (inventarios, oferta y demanda) y el mercado financiero (derivados y especulación). El mercado financiero es 30 veces mayor que el mercado físico. Es decir, se comercia (especula) sobre el papel 30 veces más cantidad de petróleo que el que finalmente se entrega físicamente. Este año hemos visto como la correlación entre el mercado financiero y el mercado físico se ha disparado. Históricamente no ha existido tal correlación, pero ahora mismo el mercado financiero (movido por los miedos a una posible recesión) está arrastrando literalmente al mercado físico. El precio del crudo ha caído, a pesar de sus sólidos fundamentales, yendo en contra de las leyes de la oferta y demanda. Ni que decir tiene que esto carece de lógica alguna y será algo temporal.



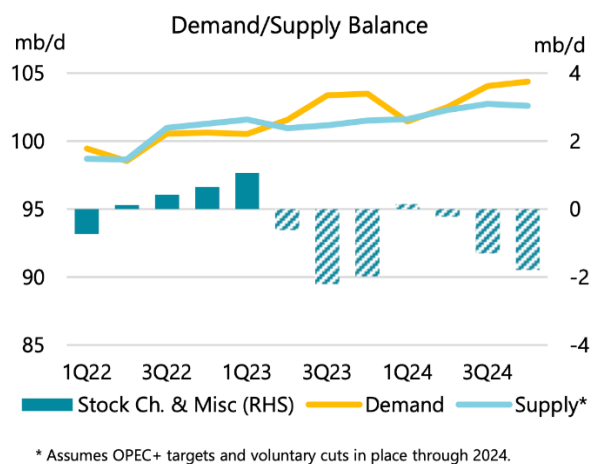
Source: Bloomberg

Como ejemplo, en junio del año pasado, con el mismo nivel de inventarios, el petróleo estaba cotizando a más de \$100 el barril, frente a los \$70 que cotiza ahora. Como se puede ver abajo, por primera vez, el precio actual del petróleo no tiene ninguna correlación con los inventarios:





La OPEC+, harta ya de este sinsentido, ha implementado importantes recortes de producción para cerrar este desajuste entre ambos mercados. Literalmente hemos visto al Ministro de Energía de Arabia Saudí [advertir públicamente a los especuladores bajistas “que se preparen” para el dolor que les espera](#). Estas medidas han empezado a ver su fruto en las últimas semanas de junio, pero sobre todo se verán en la segunda parte de este año, cuando el déficit en la producción se dispare:



Por todos estos motivos me encuentro más optimista que nunca con nuestra mayor inversión.

Recordemos que **para que se cumpla nuestra tesis no necesitamos que el precio del petróleo suba** o nuestras compañías crezcan. Incluso a estos precios, nuestras compañías, que son operadoras de bajo coste, van a seguir generando dinero a raudales, que van a continuar empleando en recompras. Es decir, están generando valor para nosotros aunque el precio del petróleo no suba. El tiempo es nuestro aliado y sólo necesitamos esperar. Las recompras que todas ellas están haciendo ya nos están proporcionando una rentabilidad mayor del 10% anual, aunque el mercado aún no lo reconozca.

¿Y si viene una recesión? Bueno, es que el mercado del petróleo ya lo está descontando. Pero incluso **de repetirse una crisis como la de la Gran Recesión, la demanda de crudo sólo cayó entonces un mísero 2%**. Muchísimo menos de lo que se espera que crezca la demanda de India y



China en los próximos años. Es más, no se puede descartar incluso que, esta vez, uno de los detonantes de la “posible” recesión sea un incremento pronunciado del precio del petróleo.

Este último mes de junio estamos viendo cómo nuestra tesis de inversión empieza a materializarse. Nos encontramos ante un **punto de inflexión** notable, en el que aparecen los primeros frutos que se consolidarán en la segunda mitad del año.

Movimientos en la cartera

Y ante toda esta situación, ¿qué hemos hecho? Hemos utilizado la volatilidad del mercado para rotar significativamente la cartera, hacerla aún más robusta a las caídas y prepararla para la eventual subida del precio del crudo.

En concreto:

- Nos hemos deshecho de las petroleras que tenían un mayor porcentaje de producción de gas natural, y nos hemos centrado en los productores que tienen más porcentaje de petróleo. El mercado norteamericano de gas natural está saturado y los precios de este compuesto estarán deprimidos a medio plazo. Específicamente, hemos vendido Enerplus y NuVista; y hemos incrementado nuestra posición en Baytex, Crescent Point, Tamarack Valley y Lucero Energy.
- En anticipación a unos malos resultados de Q1, nos hemos deshecho de los productores con mayor coste de producción. En concreto, hemos vendido la posición que teníamos en Athabasca y en MEG Energy.
- También vendimos nuestra posición en Civitas Resources tras anunciar una compra enorme de terrenos a un precio extremadamente alto. Éste es un gran ejemplo de la flexibilidad de Castañar IF. Si a las 8:30 de la mañana leíamos el comunicado y a las 14:30 nos conectábamos a la conferencia en la que el management explicaba la transacción, para cuando el mercado abrió a las 15:30 ya habíamos dado orden de venta de todas nuestras acciones. Como ya he dicho alguna vez, no me va a temblar el pulso para pivotar nuestras posiciones cuando veo que el equipo directivo hace algo que nos perjudica como accionistas. En este caso, era una posición Top 10 de más del 3.5% del fondo, que deshicimos “en un clic”.
- Hemos incrementado nuestra exposición a valores que tienen un alto retorno por dividendo (Sandridge y Petrobras), permitiéndonos mantener nuestra exposición al petróleo, mientras obtenemos una alta rentabilidad durante la espera.
- Hemos incrementado nuestra exposición a empresas de calidad (Disney, Visa y Diageo), que van a reducir la volatilidad de la cartera.
- Hemos vendido nuestra posición en Nagarro en favor de otros nombres con mayor potencial y momento. Creo que la incertidumbre y crisis reputacional, unido a los recortes en los presupuestos corporativos para el tipo de proyectos IT que realiza la empresa, van a retrasar bastante la recuperación de la cotización.
- Ante las caídas injustificadas del mercado, hemos sido bastante activos operando con opciones financieras, para aprovecharnos de esa volatilidad y aportar unos puntos extras de

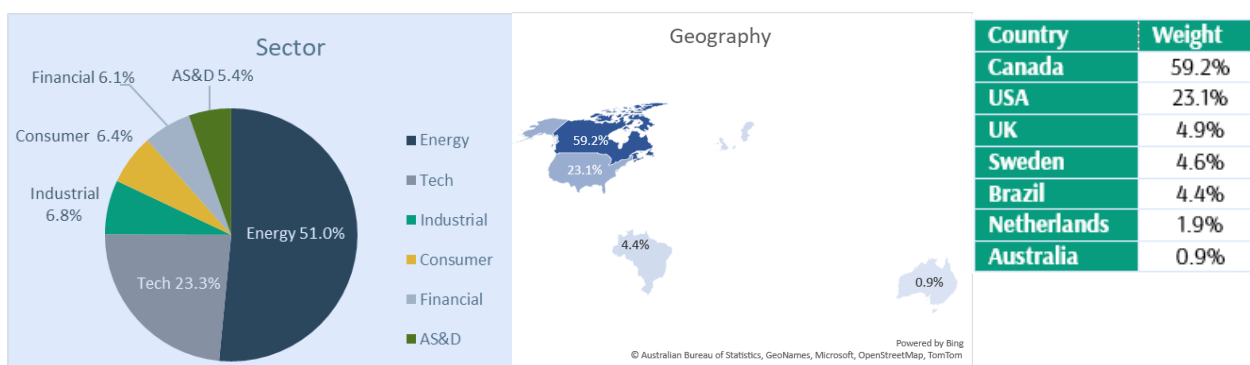


rentabilidad. En concreto hemos vendido opciones PUT en empresas como Baytex, Vermilion, o Dye & Durham.

- Hemos utilizado la volatilidad del mercado activamente para aprovecharnos de tres situaciones especiales como son la recompra masiva de acciones (SBI) de Dye & Durham, el dividendo especial de Sandridge y la OPA sobre Celsius Resources.
- Hemos vuelto a entrar en Propel Holdings tras reunirnos con el management y entender mejor el impacto de la [nueva normativa del Banco de Canadá](#).

En resumen, hemos abierto nuevas posiciones en los siguientes valores: Teqnon, Lucero Energy, Petrobras, Atlas Engineered Products, Diageo, Builders FirstSource, Propel, Westaim, Visa y Celsius Resources. Por el lado de las ventas, hemos cerrado las posiciones en: Embraer, Enerplus, NuVista, Brookfield Corp., Nagarro, Civitas, Athabasca y MEG Energy.

La distribución de la cartera quedaría:



Como siempre, quedo a su disposición para cualquier aclaración que sea necesaria a través de cualquiera de los canales que aparecen en el pie de página.

Un cordial saludo,



Jesús Sánchez León
Asesor de Castañar Investment Fund



Nuestra cartera a 30/06/2023

El fondo tenía un 0.88% de liquidez y éramos dueños de las siguientes 33 empresas³:

Company	Weight	Sector	Country
BAYTEX ENERGY	9.58%	Energy	Canada
CRESCENT POINT	7.71%	Energy	Canada
DYE & DURHAM	6.69%	Tech	Canada
INT. PETROLEUM	6.28%	Energy	Canada
PETROBRAS	4.40%	Energy	Brazil
SANDRIDGE	4.38%	Energy	USA
AERSALE CORP	3.63%	AS&D	USA
CENOVUS ENERGY	3.62%	Energy	Canada
GOOGLE	3.13%	Tech	USA
TAMARACK VALLEY	3.07%	Energy	Canada
VALEURA	2.98%	Energy	Canada
SDI GROUP	2.75%	Tech	UK
SURGE ENERGY	2.77%	Energy	Canada
WESTAIM CORP	2.72%	Financial	Canada
NOWVERTICAL	2.53%	Tech	Canada
CLARUS CORP	2.55%	Consumer	USA
PLURIBUS TECH.	2.39%	Tech	Canada
SPOTIFY	2.30%	Tech	Sweden
TEQNION	2.25%	Industrial	Sweden
VERMILION	2.19%	Energy	Canada
DIAGEO	2.10%	Consumer	UK
ABNB	2.10%	Tech	USA
ASML	1.91%	Industrial	Netherlands
ATLAS ENGINEERED	1.81%	Industrial	Canada
PROPEL	1.80%	Financial	Canada
LUCERO ENERGY	1.77%	Energy	Canada
SOLITRON DEVICES	1.75%	AS&D	USA
DISNEY	1.74%	Consumer	USA
VISA	1.54%	Financial	USA
PINTEREST INC	1.42%	Tech	USA
JOURNEY ENERGY	1.34%	Energy	Canada
CELSIUS RES.	0.94%	Energy	Australia
BUILDERS FIRSTSOURCE	0.88%	Industrial	USA

³ Todo este documento se suministra con fines exclusivamente informativos, no pudiendo ser considerado en ningún caso como un elemento contractual, una recomendación, un asesoramiento personalizado o una oferta. Tampoco puede considerarse como sustitutivo de los Datos Fundamentales del Inversor (DFI) o de cualquier otra información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión. En caso de discrepancia, la información legal prevalece. Las referencias realizadas no pueden entenderse como generadoras de ningún tipo de obligación legal para dicha entidad. Este documento incluye o puede incluir estimaciones o previsiones respecto a la evolución del negocio en el futuro y a los resultados financieros, las cuales proceden de expectativas del asesor y están expuestas a factores, riesgos y circunstancias que podrían afectar a los resultados financieros de forma que pueden no coincidir con las estimaciones y proyecciones. El asesor no se compromete a actualizar públicamente ni a comunicar la actualización del contenido de este documento si los hechos no son exactamente como se recogen en el presente o si se producen cambios en la información que contiene. Les recordamos que rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

