

Por qué Warren Buffett está invirtiendo en Japón

NOTA DEL EDITOR: Este texto es un extracto de una carta trimestral del fondo Japan Deep Value Fund.

* * *

El pasado 30 de agosto, Warren Buffett cumplía 90 años y Berkshire Hathaway, la compañía aseguradora y holding de todas sus participadas, publicaba una nota de prensa muy poco común. En ella anunciaba una inversión inicial de \$6.000 millones que habían realizado en silencio durante los últimos doce meses para adquirir el 5% de cinco compañías niponas. Estas cinco corporaciones japonesas, claves en el país, se denominan Sogo Shosha. Las diez mayores inversiones en Berkshire Hathaway son norteamericanas. De hecho, históricamente apenas ha invertido en Europa y aún en menor cantidad en países emergentes o asiáticos. Además, muy pocas veces publican notas de prensa de sus inversiones.

Hay muchos detalles que vale la pena desgranar en base al comunicado de prensa.

1) Berkshire realizó en septiembre de 2019 varias emisiones de bonos en yenes japoneses por una cifra total de unos \$6.000 mill. con un coste financiero en torno al 0,5% anual. Esta operación le permite tener cubierto el riesgo de divisa en las citadas inversiones. Estos bonos tienen unos vencimientos de 2023, el más cercano y a 2060 el más lejano. La rentabilidad por dividendo en estas cinco empresas es cercana al 5% anual. El diferencial entre coste e ingreso financiero ayuda a entender mejor la operación.

2) Buffett y Munger, con su comunicado demuestran conocer muy bien la idiosincrasia de las corporaciones japonesas, lo que probablemente ha propiciado la publicación de la nota de prensa. En Japón, las grandes corporaciones empresariales centenarias ocupan un puesto central en su cultura y son muy sensibles a las entradas en el capital de sus compañías por accionistas externos y en especial si son extranjeros. Hay una gran repulsa a los “activistas” extranjeros que presionan a los directivos nipones en busca de un beneficio a corto plazo. El comunicado de Berkshire deja clarísimo su visión a largo plazo y la no agresividad de su compra. Con el 5% en cada de estas empresas se sitúa entre los mayores accionistas. Incluso en el comunicado, declara que se compromete personalmente a no superar en ningún caso el 9,9% de las mismas, sin permiso previo de cada uno de los Consejos de Administración.

3) En dicha nota, por último, Buffett les propone ser socios en proyectos conjuntos por todo el mundo. No olvidemos que Berkshire tiene más de \$140.000 mill. en liquidez y necesita encontrar grandes proyectos donde invertir y estos conglomerados invierten por todo el mundo, especialmente en el sector energético. Por ejemplo Mitsui ha fijado al gas licuado (LNG o GNL) en el centro de su estrategia. De hecho, Japón es el mayor importador del mundo. La mayoría de los proyectos de estas Sogo Shosha son muy intensivos en capital, hecho que encaja totalmente con Berkshire, cuyo músculo financiero es una de sus claras ventajas competitivas.

La inversión de Berkshire es sin duda una clara apuesta por la economía y el mercado japonés. Las Sogo Shosha, o casas de trading, que en algunos casos son descendientes de los Samuráis, son las que llevan más de un siglo canalizando las importaciones niponas de metales, materias primas, energía y alimentación. Recordad que Japón es un gran exportador industrial y manufacturero pero su industria y sociedad necesitan importar metales, energía

y materias primas para su país. Con los años estas empresas han evolucionado hasta convertirse en el equivalente a grandes fondos de capital riesgo, al invertir en empresas y proyectos nacionales e internacionales. De hecho, las inversiones de estas compañías en otras empresas (solo incluyendo las cotizadas en bolsa) suponen prácticamente la mitad de su capitalización bursátil.

De todas las bolsas mundiales, sólo en la bolsa nipona puedes encontrar empresas que generan beneficios durante más de 100 años y que coticen por debajo de su valor contable. Además, la contabilidad nipona es mucho más conservadora que la occidental y tiende a penalizar algo más su beneficio contable.

En Japón, y tras 30 años de crisis económica y bursátil, la mayoría de inversores individuales e institucionales son cortoplacistas. Esperamos que Buffett contribuya a cambiar progresivamente esta mentalidad y empuje a los inversores a valorar las empresas como negocios a largo plazo.

Buffett y Munger están realizando cambios significativos en sus inversiones. Parece claro que deben encontrar muchas menos oportunidades en Estados Unidos pero además, escuchándole en su Junta de Accionistas de 2020, se le ve muy incómodo con las políticas monetarias tan expansivas de los bancos centrales y con el exceso de transacciones de adquisiciones apalancadas a elevados múltiplos. Le preocupa mucho la inflación y quiere proteger sus inversiones ante escenarios futuros complejos. Invertir en Japón le diversifica riesgos en una zona con un ciclo muy distinto. Analizando el informe trimestral de junio de Berkshire, tan solo han comprado acciones por valor de unos \$5.100 millones, por lo que probablemente una gran parte son la compra de estas cinco japonesas.

Buffett sigue al famoso inversor Michael Burry, que en septiembre de 2019 anunció que empezaba a invertir en la bolsa de Japón por las increíbles valoraciones que encontró en ese mercado. La última pregunta sería, ¿por qué Berkshire no invierte en empresas más pequeñas y de hecho mucho más infravaloradas que estas cinco compañías? Obviamente por su tamaño, le es imposible invertir en pequeñas. De hecho, ha tardado doce meses en invertir apenas \$6.000 mill.

¿Cuáles son las empresas en nuestra cartera que también están en las cinco compañías de Buffett?

Las cinco Sogo Shosha en las que Berkshire ya controla el 5% de sus acciones y en las que probablemente alcanzará de momento un 10%, Mitsui Co, Mitsubishi Corp, Sumitomo Corp, Marubeni Corp. y Itochu Corp., son grandes inversores y en ciertos casos controladoras de un largo número de compañías. Buffett ha invertido en el mismo corazón del tejido empresarial japonés. Analizando las compañías cotizadas de estos cinco conglomerados, vemos como somos co-inversores en tres empresas, Kato Sangyo, Agro Kanesho e Hirano Tecseed. De hecho, en el primer caso, la empresa está prácticamente controlada por tres de estas compañías. Además, la mayor posición actual del Japan Deep Value Fund, Hirano Tecseed, está prácticamente controlada por cuatro de estos conglomerados nipones.

Además, a principios de abril de 2019, Henry Kravis y George Roberts, ambos de 75 años y fundadores de Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR), tras viajar a Tokio, declararon que Japón es su "máxima prioridad" en sus futuras inversiones. "Es el mejor valor en la actualidad. Si comparas valor con precio y el coste de capital, no hay mejor opción que aquí". Además afirmaron que "les recordaba a los Estados Unidos de los años 60-70".

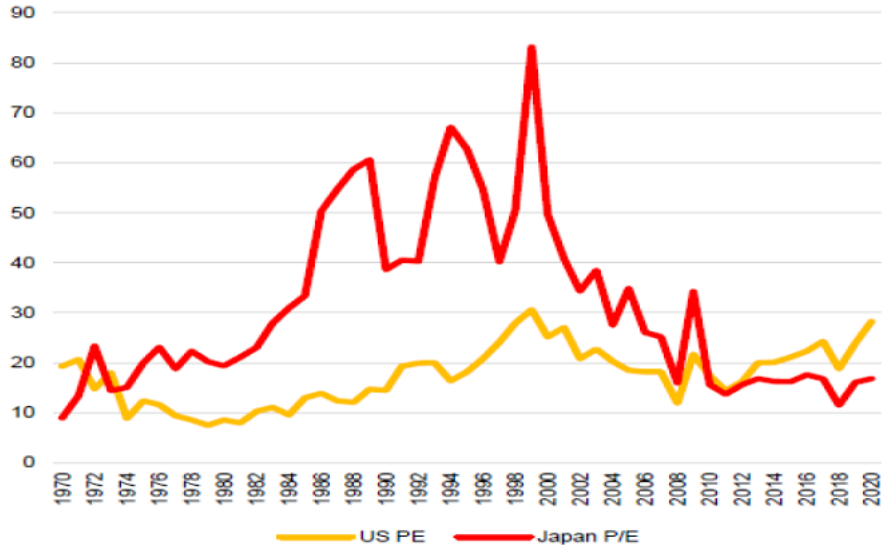
Es famosa la historia del mítico inversor John Templeton, cuando a principios de los años 60 invirtió en acciones japonesas que cotizaban a unos múltiplos de solo cuatro veces sus beneficios anuales (PER de 4 veces), o cinco veces inferiores al múltiplo de las compañías norteamericanas de entonces. Diez años más tarde, las empresas niponas ya cotizaban a un múltiplo o PER de 33 veces, obteniendo un beneficio enorme. Vio tan clara la oportunidad que un 60% de las acciones de su fondo internacional eran japonesas.

Una de las señales que nos indican que la bolsa japonesa es el paraíso donde encontrar más empresas infravaloradas, es la practica inexistencia de análisis de casas de bolsa sobre las compañías pequeñas. Si comparamos el índice de small caps norteamericano (Russell 3000) con la totalidad de empresas japonesas cotizadas (en torno a unas 3.700 compañías) podemos observar cómo un 62% de las niponas no tienen ningun seguimiento por brókers, por tan sólo un 4% en los Estados Unidos. Si nos vamos a las empresas menores a los \$300 millones de capitalización, ocurre en el 87% de las japonesas versus el 15% en USA (fuente Varecs Partners). Probablemente, Japón es uno de los mercados desarrollados con una mayor dispersión en sus valoraciones. El bajo número de analistas bursátiles, el elevado y creciente número de compañías cotizadas y la visión tan cortoplacista de los inversores, crean el caldo de cultivo perfecto para encontrar grandes y abundantes oportunidades de inversión.

¿Por qué Buffett ha empezado a invertir ahora y no diez años atrás en Japón?

Las oportunidades de inversión existentes en Estados Unidos entonces eran abundantes, al ser aún reciente la gran crisis financiera de 2008-2009, y USA es su mercado natural de inversión. Además, las valoraciones actuales en la Bolsa de Japón ya son más atractivas que las norteamericanas. No sólo en base a los múltiplos sobre beneficios (PER), también al cotizar muchas empresas niponas por debajo de su valor contable, siendo compañías que generan beneficios año tras año.

Figure 1
Japanese and US P/E Multiples
Times 1970-2020



Múltiplo sobre beneficios o PER de las empresas japonesas (en rojo) versus las de USA (amarillo) desde 1970.