

Estimado inversor,

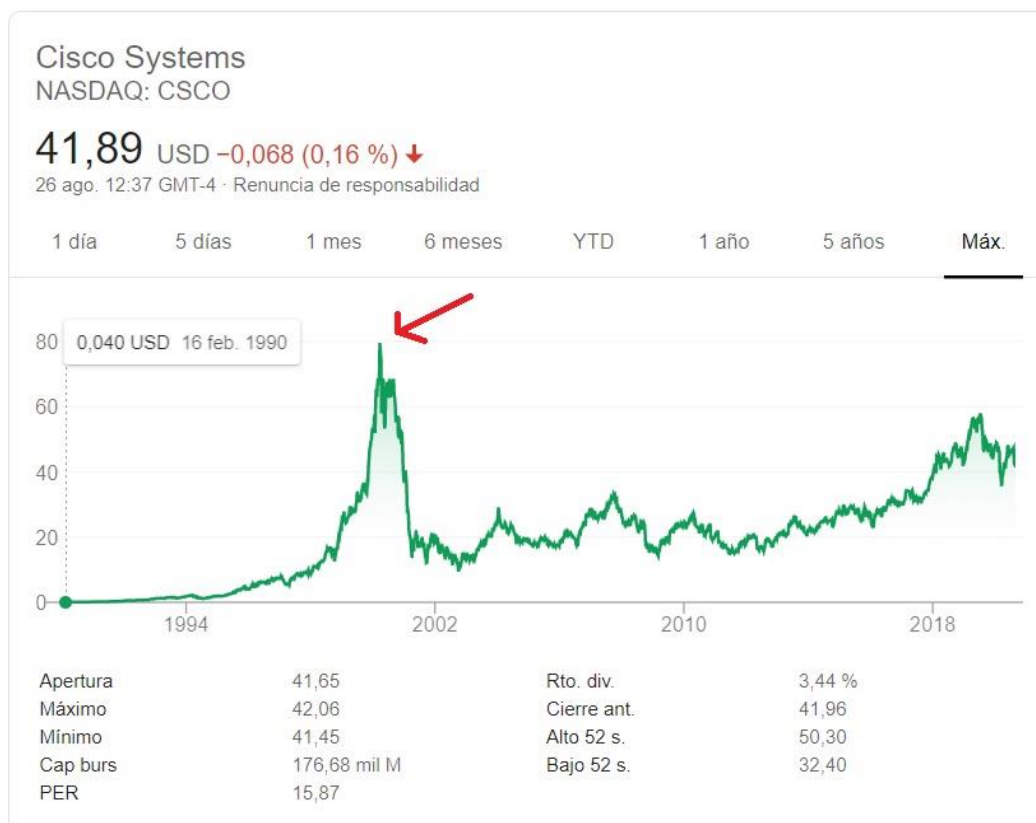
Concluye el tercer trimestre del año, que es el primero de relativa calma en los mercados. Tras las brutales caídas de marzo y el fuerte rebote hasta junio, hemos tenido unos meses de indefinición total. La situación que tenemos continúa siendo tremendamente estresante e imposibilita cualquier predicción a corto plazo, mientras el mercado sigue expuesto a dos fuerzas titánicas de sentido opuesto. Por un lado, el Covid-19, el causante del mayor daño económico de la historia y por el otro, los bancos centrales y sus medidas de estímulo monetario sin precedentes.

El fondo cierra el trimestre con una rentabilidad negativa del -1,33%, en línea con la evolución del Eurostoxx 50 del -1,25%. El Ibex ha tenido un resultado notablemente peor con caídas del 7.12% y la bolsa americana ha vuelto a destacar con una subida del 8,47% en el S&P 500. El caso español viene motivado por un panorama político lamentable y por una gestión de la pandemia que, con los números en la mano, espanta a cualquiera. En Estados Unidos en cambio, continúan las subidas que, como luego comentaremos, alcanzan ya cotas de auténtica locura. En el trimestre los valores que mayor rentabilidad han aportado son Rockrose Energy, Covestro y Global Dominion. Los valores que más han restado han sido Telefónica, Fresenius y Zardoya Otis.

Aparte del omnipresente Covid-19, otro de los temas más discutidos es la inflación. Imaginen un mundo donde más del 50% del dinero duramente ganado se usa para pagar impuestos y encima los gobiernos dan órdenes a una entidad teóricamente independiente de imprimir dinero de la nada para comprar activos, porque el dinero no se está devaluando suficientemente rápido. Bueno, no hace falta imaginar. Esto es exactamente lo que tenemos ahora mismo. Originalmente, el mandato de los bancos centrales de controlar la inflación era para evitar que fuese demasiado alta. Ahora lo que vemos es una obsesión por elevarla como sea. El motivo real tras esta nueva política nadie lo sabe, pero si uno piensa mal, puede llegar a la conclusión de que lo que se pretende es aumentar artificialmente el precio de los activos sin preocuparse de la desigualdad que eso crea. Los impuestos se crean para redistribuir la riqueza de los ricos entre los más desfavorecidos y los programas de estímulo monetario hacen justo lo contrario. Un plan sin fisuras. El resultado final de todos estos intentos por dominar el nivel de precios es una incógnita. Por un lado tenemos unas fuerzas deflacionistas tremendas, entre las que destacan la tecnología y el envejecimiento poblacional. La primera abarata enormemente muchos procesos y la segunda hace que se resienta mucho la demanda de bienes y servicios, ya que a partir de cierta edad es natural consumir mucho menos. Por el otro lado, tenemos un sistema inundado de dinero, una economía en recuperación tras el shock del virus, los principales bancos centrales con un discurso de relajación ante un eventual calentamiento de los precios y unos inventarios bajo mínimos por el shock de oferta que hemos sufrido. Si finalmente se impone la inflación, la bolsa debería servir como protección, especialmente las empresas relacionadas con las materias primas o las que tengan capacidad de trasladar el incremento de precios en origen al cliente final. Del mismo modo, el oro debería tener un comportamiento excelente ya que, además de proteger contra la inflación, lo hace contra el desorden y el caos que vendrán si toda esta desmesurada impresión de dinero fracasa.

El mercado ha continuado con su inercia y sigue demostrando un amor incondicional por las empresas más caras, mientras que no quiere ni oír hablar de las más baratas. El diferencial que hay entre ambos grupos de compañías sigue aumentando y es ya de unas dimensiones inauditas. Además, lo más curioso es que no solamente ocurre porque lo caro esté tan caro, sino que vemos que hay compañías históricamente baratas. Las primeras cotizan por encima de las 100 veces beneficios, mientras que las segundas lo hacen sobre las 10 veces. Lógicamente no es tan simple como pensar

que ambos ratios deberían igualarse, pero sí vemos un considerable exceso por ambos lados. Es imposible saber el día exacto en el que ese exceso se corregirá, pero creo prudente no caer en el error de pensar que nunca lo hará o de olvidar que esto no es la primera vez que ocurre. Lo más parecido a la situación actual que hemos vivido es la burbuja tecnológica o *puntocom* de finales de los años noventa. En aquel momento, la fiebre era por algo nuevo y desconocido, internet iba a cambiar el mundo de arriba abajo. Y en efecto, el mundo cambió, pero una gran parte de aquellas compañías demostró ser una terrible inversión. No sólo las que desaparecieron por completo, llevándose con ellas la totalidad del dinero invertido, ni tampoco las empresas pequeñas y con poca historia. Ya comentamos en su día el caso de Sun Microsystems, cuyo CEO habló claramente años después de la barbaridad que era pagar por sus acciones un múltiplo de 10 veces sus ingresos anuales. Hoy vamos a hablar de Cisco Systems. A día de hoy, 20 años después, Cisco sigue siendo un gran fabricante de productos de redes y comunicaciones y presta servicios asociados a dichos productos y a su uso. Cuenta con casi 80.000 empleados, en 2019 hizo una facturación récord de 52.000 millones de dólares y capitaliza más de 160.000 (prácticamente la suma de nuestras dos mayores empresas, Inditex e Iberdrola, por lo que es una empresa de una dimensión más que notable). En el año 1.999 facturó 12.000 millones, menos de la cuarta parte que el año pasado, por lo que observamos que la empresa ha crecido muchísimo. Cabría pensar entonces que los accionistas habrán hecho una fortuna. Como vemos en el gráfico siguiente, no ha sido así.



El día 27 de marzo del año 2.000 Cisco Systems era la mayor compañía cotizada del planeta. Capitalizaba 569.000 millones de dólares. Los inversores, pensando en la gran revolución digital, internet, la disrupción y demás palabras rimbombantes, no tuvieron ningún miedo de pagar más de 47 veces las ventas anuales. De hecho, parecía estúpido no hacerlo, puesto que prestigiosos analistas hacían felices predicciones:

By Dennis Taylor - Business Journal Staff Writer

Mar 19, 2000, 9:00pm PST Updated Mar 19, 2000, 9:00pm PST

One trillion dollars.

That's how much at least one analyst believes Cisco Systems Inc. will be worth in a few years--and you'd be hard pressed to find anyone to disagree.

The San Jose-based networking behemoth's stock closed March 14 at \$131.75 a share, slightly down from its March 10 one-year high of \$141.88 (The entire Nasdaq slid 4 percent on March 14.)

Thirty-seven investment banks recommend either a "buy" or a "strong buy." None recommend a "sell" or even a "hold."

On any given day the volume of Cisco shares traded is the equivalent of every man, woman and child living in California--having hit 33 million as recently as March 9.

George Kelly, an analyst with Morgan Stanley Dean Witter in New York who took Cisco public a decade ago, is one of the Cisco bulls. Cisco's stock is trading at roughly 120 times Mr. Kelly's earnings' estimate of \$1.13 per share.

The multiple, or price-to-earnings ratio, is a number that places a value on a stock. It is a ratio of the price of the stock to the profit of a company expressed per shares outstanding.

Nótese también que de los 37 analistas que seguían el valor, todos tenían recomendaciones muy positivas. Ni uno solo recomendaba vender o al menos tener cierta cautela. Era muy difícil no subirse a aquel tren que prometía llevarnos al paraíso terrenal. Tampoco es fácil no hacerlo ahora con las FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google) y demás valores de moda, que vuelven con las promesas del crecimiento eterno y del nuevo paradigma. Como decía antes, es difícil saber el momento exacto, pero parece probable que el resultado actual termine siendo similar. Ya incluso hay evidentes signos de que podríamos estar ante la traca final, como son el elevado número de opciones de compra (se busca apalancar la rentabilidad en las subidas) respecto de las de venta (se busca protección ante caídas) o la entrada masiva de inversores minoristas en el mercado. El Nasdaq 100 ya vale más que todo el mercado bursátil europeo, cotiza a un múltiplo récord de 5 veces sus ventas y el 60% del índice se compone solo de 12 compañías.

La que bien podría ser la compañía grande más disparatada del mundo, Tesla, es una buena ilustración de lo que hablamos. Tesla ha entregado 139.300 coches durante el trimestre, mientras que fabricó 145.036, por lo que ya tiene otros 5.736 coches en su inventario. Una cifra que parece no preocupar a nadie, a pesar de que esos 145.036 coches fabricados equivalen al 74% de su capacidad de fabricación total. Tanta capacidad productiva ociosa sugiere que la demanda no es para tirar cohetes, a pesar de sus recientes bajadas de precios, de hasta el 9% en China y de 3.000\$ en su Model Y, que lleva menos de 6 meses en el mercado. El valor capitaliza 400.000 millones de dólares, o lo que es lo mismo, casi 1 millón por cada coche que venda este año. El grupo Volkswagen, con 11 millones de unidades vendidas en 2.019, con marcas de lujo (Porsche, Bugatti, Bentley, Lamborghini, Ducati...) a años luz de Tesla y lanzando al mercado una gama de eléctricos muy competitivos, cotiza a 6.000 euros por coche vendido. Cuesta recordar una locura de ese calibre.

No menos interesantes que las reinas del glamour son las compañías condenadas al triste gueto al que nadie se acerca. Son precisamente ellas las que nos hacen ser muy optimistas. Tanto es así, que actualmente la cartera está en la banda alta que nos fijamos en cuanto a concentración. En el lanzamiento del fondo establecimos un rango de entre 35 y 45 compañías en cartera y tras estar mucho tiempo entre las 40 y 45, actualmente son 35 las que la componen. Creemos que la relación entre la calidad y el riesgo de nuestras empresas hace recomendable que así sea, ya que el grupo de mayores posiciones es demasiado atractivo como para reducir su peso. Seguimos, por supuesto, respetando el límite autoimpuesto de no superar el 5% en cada posición, aunque por primera vez tenemos una de las excepciones que en su día establecimos. Se trata de nuestra mayor posición, Miquel y Costas, que ya hemos comentado en otras cartas. Supera el 5% del fondo por unas décimas debido al buen comportamiento que ha tenido en las últimas sesiones. No compraremos más acciones, aunque no por falta de ganas, y cuando alcance el 6% de peso procederemos a reducir ligeramente para no superar dicha cifra. El catalizador para este buen comportamiento ha sido la publicación el pasado día 29 de septiembre de sus resultados de la primera mitad del año. El semestre más difícil de la historia se salda con un beneficio neto más de un 13% superior al mismo semestre del año anterior. No parece descabellado pensar que en el conjunto de este año tan complicado, terminen al menos con el beneficio del año pasado. La compañía no tiene deuda, no ha perdido dinero ningún año desde que tengo datos (año 1.993), tiene como principales accionistas a los directivos (que por cierto, siguen comprando acciones a buen ritmo) y cotiza a un múltiplo de poco más de 10 veces sus beneficios. Históricamente ha cotizado a un múltiplo muy superior y creemos tener identificado el motivo de su mal comportamiento, que es totalmente ajeno a la marcha del negocio. Se trata de una compañía que aglutina varias características que han provocado ventas forzosas de varios fondos, alguno de ellos muy grande y anunciado en televisión. Es una compañía española, de baja capitalización, con poco volumen negociado y que opera en un sector como es el tabaco que queda fuera de los fondos ESG. El hecho de cotizar en España ha jugado en su contra, porque muchos fondos internacionales han reducido el peso de nuestro país en sus carteras. La situación política y el hecho de ser el país del mundo que más está sufriendo el impacto del Covid-19 les ha hecho salir corriendo. No es algo de extrañar, pero en el caso de Miquel y Costas, que exporta el 90% de su producción, nos parece una decisión errónea. El hecho de ser pequeña y poco líquida es indudablemente un factor a tener en cuenta, pero para un fondo como el nuestro tiene un tamaño más que suficiente. Por la parte de ESG, es cierto que el tabaco es un sector que nunca se va a mirar con buenos ojos, pero las prácticas de la compañía en cuanto a sostenibilidad, respeto por el medio ambiente y gobierno corporativo son de primer orden. En definitiva, teniendo claro que estamos en un contexto volátil y tremendamente incierto, esperamos grandes alegrías del valor y vemos que cotiza lejísimos de su justiprecio.

Otro sector muy interesante es la energía. Ha sido sin duda uno de los sectores más castigados por la pandemia ya que la demanda de petróleo ha sufrido la mayor caída de la historia, provocando caídas muy importantes en su precio y en el de las compañías que se dedican a ello. Tanto es así que Exxon Mobil, la que fue la mayor compañía del mundo en 2013 y miembro más antiguo del Dow Jones, ha sido expulsada del índice en agosto. Creemos que es un sector que hay que mirar muy de cerca porque, aunque no exento de importantes riesgos, en un contexto de normalización post-pandemia esconde enormes oportunidades. Valga como ejemplo el caso de Rockrose Energy, que teníamos en cartera y recibió a principios de julio una oferta de compra total por parte de sus directivos con una prima superior al 60%.

Muchas gracias por su confianza.

Un cordial saludo,



Daniel Varela