

Concluye un trimestre positivo para el fondo, donde la rentabilidad ha sido del **7,28%**. Los valores que más rentabilidad han aportado han sido **IPCO, Yellow Cake y Euronav**. Los que más han restado lo han hecho de manera testimonial y han sido **Corticeira Amorim, Zardoya Otis y Red Eléctrica** que curiosamente son tres de los valores más defensivos de la cartera. La exposición a renta variable continúa siendo moderada y la cartera sigue muy diversificada, tanto por países como por sectores y tamaños de las compañías. Contrastan las interesantes oportunidades que encontramos en muchos valores con la cautela que recomienda la euforia imperante en el mercado. Ese exceso de optimismo se ha concentrado en los valores de moda del sector tecnológico y de energías renovables.

Es difícil que el bajo precio que hemos pagado por los valores de nuestra cartera no se traduzca en buenas rentabilidades y me extrañaría mucho que las locuras que vemos en los valores “*growth*” no terminen en lágrimas.

A los precios actuales, la cartera del fondo nos sigue pareciendo muy atractiva. No solo por los buenos precios y el potencial de revalorización que éstos permiten, si no por la robustez de los negocios. En el contexto que nos ha tocado vivir, tan importante es la rentabilidad como el riesgo asumido para obtenerla. Tal es la convicción en nuestras posiciones que cuatro de ellas se acercan al máximo del 5% sobre la cartera que nos autoimpusimos al lanzar el fondo.

Miquel y Costas cierra el trimestre a 15.4 euros por acción. En el año 2020 ha ganado más de 1.5 euros por acción a pesar del Covid. La compañía no tiene deuda y veo muy probable que ese resultado crezca durante los próximos años. Tanto la empresa como sus principales directivos siguen comprando acciones a buen ritmo, cosa que no nos sorprende. Un negocio de esta calidad y con un balance tan sólido cotizando a menos de 10 veces beneficios se ve pocas veces.

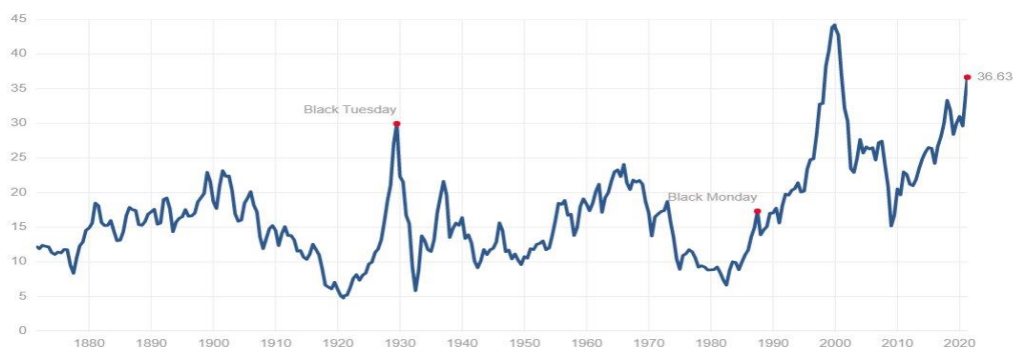
Fresenius cierra el trimestre a 37.98 euros por acción. En el año 2020 ha ganado 3,22 euros por acción y aquí el Covid sí que ha afectado notablemente. 2021 todavía se va a ver lastrado por la pandemia y los resultados quedarán a un nivel parecido a los del último año, cosa que por otro lado tampoco está mal, puesto que implica un múltiplo menor a 12. Entre los años 2022 y 2023 la compañía superará los 4 euros por acción de beneficio y dado el envejecimiento poblacional, tiene capacidad para crecer saludablemente los próximos ejercicios. Es de lo más claros ejemplos de la irracionalidad de los mercados. En 2017 era la niña bonita y la gente se pegaba por comprarla a 80 euros mientras ganaba 2.7 al año y hoy a 38 euros y ganando más, nadie le hace caso.

Yellow Cake cierra el trimestre a 272.5 peniques por acción. Yellow Cake es una compañía particular, puesto que es un vehículo creado para invertir en uranio. Funciona como un depósito de uranio, no lo produce ni lo transforma. Cuando invertimos en ella, cotizaba con un fuerte descuento respecto al uranio que poseía. La inversión está yendo muy bien porque ese descuento ya ha desaparecido y además el uranio ha comenzado a apreciarse. Actualmente sigue existiendo un desequilibrio notable entre la oferta y la demanda, por lo que creemos que el precio tiene aún mucho por subir.

Zardoya Otis cierra el trimestre a 5.45 euros por acción. Es la compañía más previsible de la cartera por la naturaleza recurrente de la mayoría de sus ingresos. No es una compañía barata en términos absolutos, pero sus 0.30 de beneficio por acción suponen una rentabilidad del 5,5% anual con una tranquilidad que no se encuentra en muchas emisiones de renta fija.

La verdad es que no deja de sorprenderme el panorama actual. Mientras el mundo se enfrenta al mayor desafío visto en tiempos de paz, los mercados aparentan una tranquilidad pocas veces vista. El motivo vuelve a ser una vez más la intervención desmesurada de los Bancos Centrales. Es cansino decir lo mismo trimestre tras trimestre, pero es difícil explicar la situación sin tenerlo muy presente. ¿Cómo podríamos si no explicar que las bolsas marquen máximo tras máximo con la que está cayendo? No solo son máximos en las cotizaciones si no que el multiplicador sobre los beneficios también aumenta, que es lo verdaderamente preocupante. No es que se pague más por algo mejor, sino que se paga más por algo que en el mejor de los casos no presenta mejora alguna y muchas veces ha empeorado sensiblemente. Mucho dinero del que está entrando en las bolsas lo hace buscando refugio de la previsible pérdida de valor de la moneda en lugar de analizar la inversión como tal. El problema es que este movimiento lleva ya tiempo y el que va entrando cada vez lo va haciendo con menor margen de seguridad. Cualquier magnitud empleada para valorar los mercados se puede poner en entredicho y siempre hay argumentos para tratar de explicar los excesos del momento con el socorrido “this time is different”. Si tuviese que elegir una, sería el Shiller P/E. Se define como el precio de mercado dividido por la media de diez años de los beneficios netos ajustados por la inflación. Utilizando la media de diez años, se reducen las distorsiones que provocan años atípicos y se obtiene una visión más adecuada de la realidad. No es un indicador que sirva para determinar techos de mercado o predecir caídas, pero nos da una idea del precio que estamos pagando. Analizando el SP500 con datos reales desde 1957, Shiller y Campbell encontraron que cuanto más bajo es el valor del índice, más alto es el probable rendimiento para los inversores durante los siguientes 20 años. El valor promedio para el siglo XX fue 15.21 que se corresponde con un rendimiento anual promedio en los siguientes 20 años del 6,6%. En la tabla siguiente se observa el valor actual, solo superado en la “burbuja puntocom” del año 2000.

Shiller PE Ratio



[Chart](#) | [Table](#) | [FAQ](#)

[Share](#)

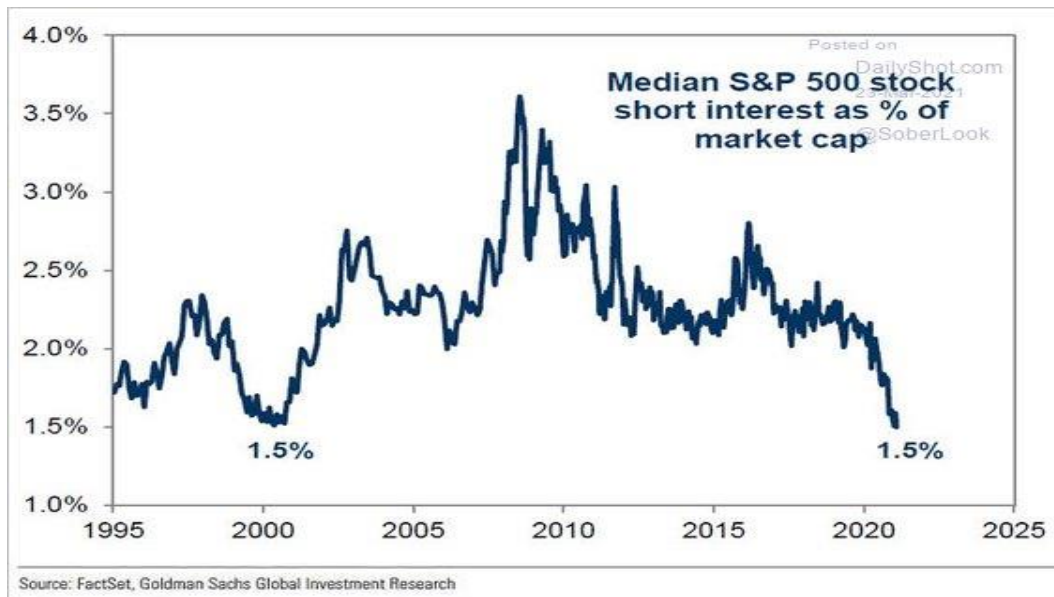
Current Shiller PE Ratio: 36.63 +0.47 (1.31%)
10:41 AM EDT, Mon Apr 5

Por si esto fuera poco, el último tramo de subida ha estado concentrado en valores que podríamos calificar como especulativos. En el siguiente gráfico se observa el comportamiento de una cesta de compañías tecnológicas que pierden dinero (línea blanca) y el índice MSCI Europa (línea azul). Desde enero de 2020 el primero sube casi un 90% y el segundo se conforma con empatar.



Como se suele decir, el papel lo aguanta todo y en este contexto de dinero regalado por los Bancos Centrales cualquier fantasía de crecimientos exponenciales es recibida con los brazos abiertos. Valga como ejemplo la inversora de moda Cathie Wood, al frente de ARK Investment, que da un precio objetivo a Tesla de 3.000\$ por acción. Esa cifra supone que la compañía capitalice el 16% del PIB de Estados Unidos pero bueno, al fin y al cabo, solo se vive una vez...

Por si el peligro que supone comprar acciones a un precio tan elevado sobre su valor racional fuese poco, hay otro motivo de preocupación. Todas estas intervenciones de los Bancos Centrales provocan una polarización tremenda en el posicionamiento de los inversores. Cuando el mercado funciona con normalidad, es decir, cuando todo el mundo tiene una cuenta de resultados que optimizar y se miden los riesgos y precios de los activos sin la amenaza de morir ahogados bajo el tsunami de liquidez, hay inversores alcistas y bajistas. El problema es que actualmente los bajistas, viendo lo que tienen enfrente, prácticamente han desaparecido. Aunque lo normal es criminalizarles en prensa y decir que son pérfidos especuladores, cumplen una importante función dando liquidez durante las caídas. En su ausencia y estando tan lejos de ver valoraciones atractivas, veremos quién tiene interés en comprar una vez comienzan las caídas. La última vez que vimos un nivel tan bajo de posiciones cortas fue en el año 2000, sobra decir lo que vino después.



Como en la novela *Historia de Dos Ciudades* de Dickens asistimos a dos realidades muy distintas. Por un lado, las buenas oportunidades en los valores olvidados por el mercado y por otro la euforia de los valores de moda y el riesgo que conlleva para el conjunto del mercado. Teniendo en cuenta lo que estamos viviendo, no es prudente descartar ningún escenario y ya nos podemos creer cualquier cosa. Por eso damos tanta importancia al hecho de comprar empresas de calidad y cuyo precio nos ofrezca margen de seguridad por si la situación se tuerce. A largo plazo es la estrategia que mejor debe funcionar.

Muchas gracias por su confianza.

Una cordial saludo,

Daniel Varela