

# Attitude.

## Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

---

**Junio 2023**

Attitude Gestión S.G.I.I.C, S.A.  
Calle de Orense 68 – planta 11  
28006 (Madrid)  
[www.attitudegestion.com](http://www.attitudegestion.com)  
T: 915 625 536

---

Concluye el segundo trimestre del año, en el que el fondo ha tenido un resultado mediocre. Cerramos con una pérdida trimestral de **1.36%**, lo que deja el año ganando un **4,49%**. Durante el periodo hemos visto de nuevo la locura por las grandes tecnológicas estadounidenses. Su buena evolución y su elevado peso en los índices hacen que el mercado parezca más saludable de lo que en realidad es, por lo que nuestro posicionamiento en renta variable es ahora mismo mucho más prudente que los últimos trimestres. Los valores que mayor rentabilidad han aportado son **Grifols, Yellow Cake y Global Dominion**. Los que peor nos han tratado han sido **Embracer, Alibaba y Aperam**. El caso de Embracer es el más doloroso. Comentamos la compañía cuando la incorporamos a la cartera hace ya más de un año y este era el resumen:

*También en Suecia cotiza **Embracer**, un grupo de empresas dedicado a los videojuegos. Se trata de una compañía que, bajo el mando de su CEO y fundador Lars Wingefors, se ha dedicado a expandirse mediante adquisiciones. Tiene una estrategia clara de crecer y diversificar lo más posible la compañía, sin depender de un juego o franquicia estrella como hacen muchos otros participantes del sector. Para ello, identifica el estudio o desarrollador a adquirir y habitualmente realiza el pago entre efectivo y acciones de Embracer y parte del precio queda como “earnout”, que suele ser una porción relevante y sólo se devenga en caso de que la compañía adquirida cumpla con los objetivos operativos previamente fijados. Este modelo busca la alineación de intereses entre ambas partes, lo que unido a que Lars es el mayor accionista de la compañía, garantiza que todo el mundo reme en la misma dirección.*

En este tiempo, la compañía ha lanzado varios videojuegos desastrosos y ha sembrado las dudas más que razonables sobre su modelo de gestión. Siempre fue una posición pequeña en el fondo, pero es sin duda un error de inversión. No porque haya ido mal, sino porque al final es una compañía extremadamente compleja y asumimos un riesgo innecesario comprándola. Este tipo de acciones no son lo mío. *Mea culpa*, lección aprendida. Ahora mismo sus acciones cotizan a precio de derribo, pero aun así no vamos a comprar más e iremos deshaciendo la inversión en cuanto tengamos ocasión de salir dignamente. No vale la pena este tipo de negocios con la cantidad de alternativas que hay en compañías mucho más sencillas y con mucho menor número de piezas móviles.

Hemos vendido algunas posiciones entre las que destacan **Meta Platforms y Spotify**, ambas con retornos espectaculares. A pesar de su gran desempeño, han seguido subiendo después de nuestra venta. Siempre da mucha rabia, pero creo que ya no hay margen de seguridad suficiente para seguir invertidos en ellas. Durante el trimestre hemos comprado muy pocas acciones. Entre ellas destaca **Repsol** y las otras dos son también petroleras y son operaciones de pequeño importe, ya que son compañías más pequeñas e ilíquidas.

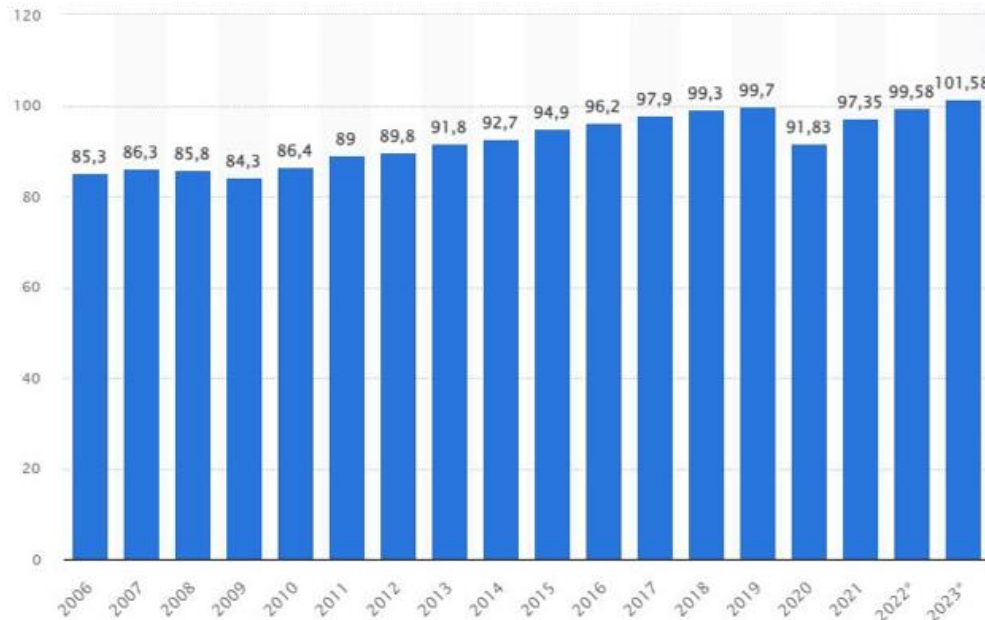
El argumento es común a todas y es que, como he comentado en varias ocasiones, creo que el precio del petróleo tiene muchas papeletas de subir bastante. Si no lo ha hecho ya, es porque se han juntado varios factores que han incrementado la oferta de manera temporal: Estados Unidos vendiendo en mercado parte de su reserva estratégica, Rusia manteniendo sorprendentemente alta su producción y buen número de especuladores vendiendo contratos de futuros apostando a mayores caídas de los precios.

Estados Unidos ha sido el único país que ha aumentado notablemente su producción en la última década y actualmente es el primer productor mundial. Este es el motivo por el que ahora tiene menos miedo a vender parte de sus reservas, que tradicionalmente veían como una necesaria protección ante la excesiva dependencia del petróleo de la OPEP. No tengo ni idea de qué van a hacer con ellas en los próximos años, probablemente no tengan urgencia en recomprar lo vendido, pero tampoco parece razonable vaciarlas mucho más.

El incremento de su producción ha venido por el *fracking*, que es una técnica que se caracteriza entre otras cosas por sufrir bajadas de rendimiento más acusadas que las técnicas más tradicionales. O, dicho de otro modo, el rendimiento de sus yacimientos disminuye con más rapidez. Ya hay expertos que hablan de un declive rápido en ese paraíso de la energía que es la Cuenca Pérmica. Veo difícil que Rusia continúe produciendo a tan alto ritmo, puesto que muchas de las grandes compañías de servicios petrolíferos no pueden trabajar allí. Veremos si son capaces de ir sustituyendo los pozos que irremediamente se van secando por otros nuevos. Y respecto a las posiciones bajistas de *hedge funds* y demás, veremos cómo termina, pero seguramente en llantos ya que, para ganar dinero con esas apuestas, tienen que ocurrir muchas cosas muy improbables a la vez.

Por el lado de la demanda no hay ningún problema ya que, en contra de lo que muchos pronosticaban, estamos en máximos históricos. Suenan campanas de recesión, que haría bajar la demanda, pero de momento no se ve por ningún sitio. Y veremos cuando venga esa recesión, que vendrá, si tiene suficiente magnitud como para alterar el mercado de petróleo. La peor de las recesiones recientes, que ya fue algo brutal, fue la de 2008. Provocó una bajada de la demanda de petróleo de apenas 2 millones de barriles diarios y se recuperó a toda velocidad. Más recientemente la crisis del COVID-19, que paralizó el mundo, nos dejó con una caída más acusada pero que duró aún menos.

DEMANDA EN MILLONES DE BARRILES POR DÍA



FUENTE: STATISTA 2023

Y es que por más que se empeñen, no se puede prescindir del petróleo sin ver un retroceso tremendo en el nivel de vida. Con más tiempo y mayores avances tecnológicos se avanzará en ello, pero cuenten con que la demanda mundial de petróleo siga creciendo al menos cinco años más. Esto unido al bajo nivel de inversión que hay en la industria y la dificultad que la obsesión por el ESG añade a las compañías a la hora de buscar financiación para nuevos proyectos, crea las condiciones idóneas para que el precio del petróleo suba. Y con posibilidades de que lo haga con violencia. En definitiva, vemos que la compra de compañías petroleras a estos niveles es una posición asimétrica. No hace falta que el precio suba para ganar dinero. Nuestras compañías ganarán una buena suma si se mantiene en este rango de precio, entre 70 y 85\$ el barril. Si ocurre lo que creo y el petróleo vuelve por encima de 100\$, son lo más parecido a un árbol que da billetes. Y para que el petróleo caiga de este rango vemos que haría falta una recesión muy severa y que seguramente pasaría mayor factura a otras compañías que cotizan a valoraciones de un mundo con crecimiento perpetuo.

Donde estamos ya viendo oportunidades muy interesantes es en el mercado de renta fija y por tanto el fondo va ganando presencia ahí. En los poco más de cinco años de vida del fondo, nunca se había dado una situación ni remotamente comparable a la actual. Ahora, con una coyuntura macroeconómica incómoda para la renta variable y teniendo un nivel de tipos mucho más alto de lo que estábamos acostumbrados, vemos bonos donde poder estar mientras el panorama no esté algo más despejado. Las dos principales posiciones en renta fija son **International Petroleum (IPCO)** y **LAR España**. IPCO la comentamos el trimestre pasado, pero como hay nuevos partícipes y son nuestros primeros movimientos en renta fija, lo pongo de nuevo.

*Durante el trimestre, hemos ido construyendo una posición en el bono de International Petroleum. Y digo el bono porque es el único que tiene. Vence el 1 de febrero de 2027, está emitido en dólares y tiene un cupón del 7,25%. Conozco bien la compañía puesto que hemos sido accionistas entre 2018 y 2022 con excelente resultado, dicho sea de paso. Hemos adquirido el bono alrededor del 96% del precio nominal y hemos cubierto el riesgo de tipo de cambio. La rentabilidad anual que nos va a quedar a vencimiento en euros es superior al 6,5%, lo que me parece muy interesante dado el perfil de la compañía. Solamente tiene este bono emitido y la generación de caja de su negocio da para atenderlo con muchísima tranquilidad.*

Dado que previsiblemente la renta fija tendrá cierto peso en el fondo los próximos años, voy a explicar brevemente la estructura de capital de las compañías. Lo haré con ciertas simplificaciones para no complicarlo en exceso. Las acciones a todos nos resultan familiares y por utilizar términos simples son los títulos de propiedad de la compañía y los que dan derecho a recibir la parte proporcional de los beneficios. También, salvo en empresas con varios tipos de acciones, dan derechos políticos a su propietario.

Muchas empresas, cuando necesitan financiación para acometer algún proyecto, emiten deuda en formato de bonos. Aunque hay casos atípicos, normalmente dichos bonos tienen un vencimiento determinado y un tipo de interés establecido, ya sea fijo o variable. El nombre de renta fija viene porque si alguien adquiere un bono, sabe de antemano lo que va a ganar en caso de mantenerlo a vencimiento. Nótese que el precio fluctúa diariamente por lo que, si alguien decidiese venderlo antes de tiempo, esa rentabilidad puede variar bastante.

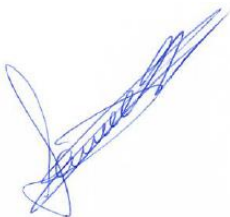
Lo más importante en mi opinión es el concepto de prelación. Es el orden de cobro de los diferentes instrumentos de capital. La deuda siempre va antes que las acciones y dentro de la deuda, el bono senior antes que el junior. En condiciones normales de funcionamiento, esto no es relevante. La compañía paga los intereses de su deuda, con lo que queda van pagando dividendos a los accionistas o reinvertiendo en el negocio y todos tan amigos. Lo importante viene cuando hay problemas. Si una compañía no es capaz de hacer frente a sus obligaciones, el primero en cobrar será el bonista senior. Si sobra algo, irá para el junior y lo que sobre de aquí, al accionista.

Queda claro que el título de mayor riesgo son las acciones y el de menor riesgo el bono senior. Con esto explicado, veamos el caso de nuestra segunda posición en renta fija.

**LAR España** es una SOCIMI española dedicada a los centros comerciales. No compraría acciones de la compañía, porque creo que, aunque está bien gestionada y tiene buenos activos, el ciclo económico está en un momento delicado y la empresa puede sufrir en los próximos trimestres. Pero el bono es otra historia bien diferente. La compañía cuenta hoy en día con activos (centros comerciales) valorados en unos 1.500 millones de euros, mientras que la deuda emitida es poco más de 500 millones. A día de hoy la compañía va viento en popa, con tasas de ocupación muy buenas y con rentas al alza. Pero pongámonos en lo peor y dibujemos un panorama sombrío en el que el negocio se deteriore y la compañía no pueda hacer frente a sus obligaciones. Como bonistas tendríamos preferencia frente a los accionistas a la hora de cobrar y sería la venta de los inmuebles lo que traería el dinero necesario para pagarnos nuestro dinero. En ese contexto tan extremo, es indudable que los inmuebles valdrían sensiblemente menos que hoy, pero parece difícil que pierdan dos tercios de su valor. Por lo tanto, vemos muy difícil que, en julio de 2026, fecha de vencimiento del bono, no obtengamos la rentabilidad esperada de la inversión. Estamos muy contentos de haber podido comprar un bono de tanta calidad con una rentabilidad anual del 8%.

Para la segunda mitad del año resulta especialmente incómodo hacer previsiones. El panorama es de todo menos bonito. La inestabilidad política y social va en aumento, la inflación sigue alta y los efectos de las subidas de tipos de interés aún no se han trasladado por completo a la economía. La dicotomía entre las compañías tecnológicas y el resto, especialmente compañías más pequeñas como las que nosotros tenemos, es tan extrema que parece lógico pensar que no tardará en revertirse. Los altos precios alcanzados por Apple y compañía parecen difíciles de mantener. Pero esto lo hemos visto otras veces y tampoco nos sorprendería que durase algunos meses más. En cualquier caso, ese movimiento de vuelta a la realidad traería turbulencias que lamentablemente suelen salpicar a todos, por lo que vemos prudente tener una exposición algo más moderada a la bolsa y más cuando ahora hay una buena alternativa con la renta fija. No es lo mismo esperar a que algo pase cuando no estás recibiendo nada por tu dinero que hacerlo mientras se cobra más del 4% anual en títulos de emisores de muy buen nivel.

Por último, compartir con ustedes la alegría que nos produce a todo el equipo de Attitude que el fondo haya sido elegido el mejor fondo de 2022 en la categoría de Multiactivos Moderado en los [premios Expansión-Allfunds](#). No habría sido posible sin su paciencia como partícipes en los malos momentos. Muchas gracias por su confianza y feliz verano.



Daniel Varela