

Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Septiembre 2023

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

Durante el tercer trimestre del año, el fondo ha tenido un desempeño muy satisfactorio. Mientras que los principales índices han cerrado con pérdidas moderadas, el fondo ha ganado un **4,25%**. La rentabilidad anual queda así en el **8.94%**. Los valores que mayor rentabilidad han aportado son **Yellow Cake, Catalana Occidente y Vistra**. Los que peor nos han ido han sido **Global Dominion, Nagarro y Embracer**.

Durante el trimestre los movimientos más relevantes son por el lado de las compras **Miquel y Costas, JD.com y Academedia**. Por el lado de las ventas destacan **Vistra, Yellow Cake, Repsol** y alguna otra petrolera pequeña. Todas las ventas responden, afortunadamente, a un excelente comportamiento de las acciones que las dejó con menor atractivo respecto al resto. Todas son salidas parciales y salvo **Vistra**, que terminará de salir en breve, las otras seguirán en el fondo, aunque con menor peso. De hecho, las petroleras ya estamos volviendo a comprarlas tras las notables caídas de estos días.

Miquel y Costas fue durante mucho tiempo la principal posición del fondo y aunque hoy es la segunda no se debe a haber vendido acciones. Solo cedió lo más alto del pódium ante las fuertes compras que hicimos en Catalana Occidente, que a día de hoy y a pesar de las recientes subidas sigue siendo de las mejores oportunidades que he visto en mi carrera. Puede sorprender, por tanto, que durante el trimestre Miquel sea nuestra principal compra. Esto obedece a que, a pesar de tener en el fondo un número de acciones considerable, el precio al que se está cruzando no tiene ningún sentido. Durante el trimestre ha llegado a caer más de un 12% por motivos de lo más peregrino. Salió de un índice de pequeñas compañías y algún fondo de los que se dedican a replicarlo tuvo a bien vender todas sus acciones de golpe provocando una debacle que asustó a mucha gente que también optó por vender. No es fácil ponerse enfrente cuando eso ocurre, pero conozco bien la compañía y creo que valdrá la pena. Para su tranquilidad, la semana pasada publicó los resultados trimestrales y fueron exquisitos. Cotiza por debajo de 11 euros y durante el primer semestre ganó 0,6 por acción, un incremento del 38,3% respecto al mismo periodo del año anterior. Adicionalmente, la empresa ratificó sus objetivos para todo el ejercicio, donde espera recuperar los niveles históricos de rentabilidad a pesar de la actual huelga de trabajadores. A cierre del trimestre tenemos un 6,44% del fondo invertido en la compañía.

JD.com es la segunda mayor compañía de comercio electrónico en China, solo por detrás de Alibaba (también presente en la cartera del fondo). Ambas se dedican a lo mismo, pero tienen bastantes diferencias en sus modelos de negocio. Mientras Alibaba en su rama de e-commerce se centra en poner en contacto a vendedores y compradores, JD gestiona un inventario propio que ella misma envía a los consumidores. No es ningún secreto que China lo está pasando mal y que adicionalmente JD se enfrenta a una creciente competencia en el sector (especialmente por parte de Pinduoduo, que crece a toda velocidad) y por tanto a una más que previsible erosión de márgenes, pero el precio al que cotiza otorga un margen de seguridad tremendo. Un balance muy sólido con una importante cantidad de caja, un negocio rentable que, aunque se ha ralentizado aún crece y un sentimiento extremadamente negativo sobre la evolución de la cotización nos parecen los ingredientes adecuados para obtener una rentabilidad muy satisfactoria de esta inversión en los próximos años. Aun así y dada la complejidad del negocio y su situación, no es ni será una de las principales posiciones. Preferimos que las posiciones con mayor peso en la cartera presenten un perfil de riesgo más bajo.

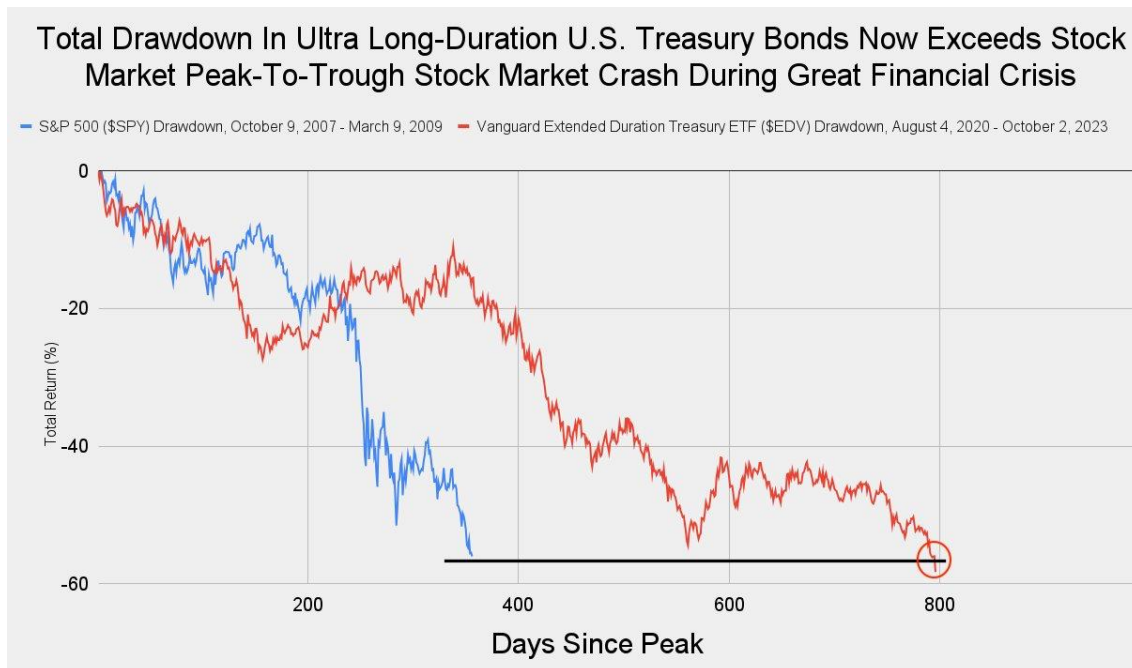
Academedi es una compañía que lleva ya más de un año en cartera. Es una compañía sueca de centros educativos, colegios de educación obligatoria en su mayoría. Los más veteranos recordarán que ya tuvimos en cartera una compañía muy parecida, International Engelska Skolan. Fue una compañía de las primeras en formar parte del fondo y que fue objeto de una OPA a finales de 2.020. El comprador fue la sociedad Peutinger AB, entre cuyos socios destacan Paradigm Capital, que era uno de los principales accionistas y Barbara Bergström, fundadora de Engelska. Se demuestra, una vez más, que el mercado suele dar un valor a las compañías que difiere mucho del que le otorgan los que de verdad las conocen. Si Academedi sigue cotizando a estos niveles, no nos sorprendería ver de nuevo una operación similar. De hecho, Academedi tiene una característica que nos gusta aún más que Engelska y es que no solo tiene colegios de educación obligatoria si no que abarca otras etapas educativas, como infantil y bachillerato. En esta época de turbulencias, cualquiera con hijos en edad escolar, sabe que un colegio bien gestionado no es un negocio que vaya a dar muchos sobresaltos. Hemos incrementado notablemente la posición por la debilidad del precio de sus acciones, que poco tiene que ver con la marcha de su negocio. Han pasado un bache motivado por la fuerte inflación que han tenido que soportar sin poder repercutirla en los precios que cobran, pero ya están en el buen camino. Siguen comprando e integrando colegios por Europa y continúan teniendo en Suecia enormes listas de espera para estudiar en sus centros. Ahora mismo es nuestra tercera mayor posición, cotiza sobre las 48 coronas suecas y creo que pueden ganar al menos 7 al año.

Desde el punto de vista macroeconómico hay dos eventos especialmente destacables y que guardan cierta relación entre ellos. El primero es la abultada subida de los precios del petróleo. No podemos decir que nos sorprenda ya que, como venimos comentando en cartas anteriores, las cuentas son claras. La demanda vuelve a estar en máximos históricos a pesar de las incertidumbres macroeconómicas y la oferta está limitada por la baja inversión en desarrollo de nuevos pozos que hemos visto en los últimos años. Aunque hemos pasado en estos meses de 75 a 95\$ por barril, sigo viendo que es difícil que veamos grandes caídas y que existe una probabilidad no desdeñable de irnos por encima de las tres cifras. Y esto lo escribo viendo que en los cuatro días que llevamos de mes hemos bajado verticalmente de 95 a 85\$. En mi opinión, una buena oportunidad de ir incrementando las posiciones y dejar que las matemáticas de la oferta y la demanda hagan su trabajo. El segundo evento es la caída en precio de los bonos a largo plazo y por ende la subida de sus rentabilidades. La magnitud de la caída es espectacular como veremos a continuación. Dado que vamos estando más activos en renta fija, podemos aprovechar para hablar un poco de un concepto básico como es la curva de tipos de interés.

La mal llamada renta fija, solo es fija si uno la mantiene hasta el vencimiento del bono. Entre tanto, sus precios fluctúan y muchas veces lo hacen de manera importante. Esa variación en los precios va siempre al revés de la rentabilidad. A mayor subida del precio de un bono, lógicamente menor será la rentabilidad que nos brinde. Además, cuando se habla de si suben o bajan los tipos se suele hacer referencia a los tipos de intervención de los bancos centrales. Luego cada emisor, ya sea público o privado, tiene sus propios tipos para financiarse y emitir los bonos correspondientes. Y dentro de cada emisor, cada plazo tiene un tipo distinto. Generalmente, cuanto más largo sea el plazo el tipo es superior puesto que la incertidumbre sobre el cobro también aumenta. Este efecto es lo que se conoce como pendiente positiva de la curva de tipos. Ahora mismo tenemos un panorama bastante diferente. Como los bancos centrales han subido los tipos notablemente y con bastante rapidez, el mercado considera que no tardarán bajarlos por lo que las curvas están planas o incluso invertidas. Por ejemplo, los bonos del tesoro americano ahora mismo presentan las siguientes rentabilidades:

PLAZO	RENTABILIDAD
2 AÑOS	5,05%
5 AÑOS	4,61%
10 AÑOS	4,57%
30 AÑOS	4,70%

Esta situación, hace que mantener posiciones en bonos largos tenga un coste de oportunidad a considerar. Cada día que pasa, un inversor en bonos largos recibe menos que uno que está invertido en los plazos cortos. Es un coste que paga esperando que los tipos bajen y tratando de asegurarse durante más tiempo una rentabilidad que considera satisfactoria. El problema es cuando los tipos suben, ya que a ese menor ingreso por intereses hay que sumarle la caída del precio de sus títulos. Y cuanto más largo es el plazo de un bono (mayor es su duración) mayor sensibilidad presenta su precio a las variaciones de tipos de interés. La siguiente ilustración sorprenderá a muchos.



La línea azul es la caída en porcentaje del índice SP500 durante la gran crisis financiera de 2.008, que todos ustedes recordarán bien. Es de las peores caídas que se recuerdan y probablemente marcó el fin del sistema tal y como lo conocíamos. La caída, incluyendo dividendos, fue de alrededor del 56%. La línea roja es la caída de un ETF compuesto de bonos de larga duración americanos. Ha sido una caída más lenta como puede verse en el eje horizontal del gráfico, pero el porcentaje de pérdidas es aún mayor y supera el 58%. Sobre 2.008 se ha escrito hasta la saciedad e incluso hay varias películas (Margin Call o La Gran Apuesta son ejemplos recomendables) mientras que, sobre lo que está pasando en los bonos parece haber menos interés mediático. Dado que el mercado de bonos es mucho mayor que el de acciones, las pérdidas son descomunales. Y todo ello en un activo que la gente considera de poco riesgo.

Decíamos que ambos hechos, la fuerte subida del petróleo y la caída del precio de los bonos guardan cierta relación. Al subir el petróleo se va a complicar el objetivo de atajar rápidamente la inflación. Por tanto, los bancos centrales tendrán más difícil bajar los tipos de interés y más aún hacerlo con la rapidez que muchos esperan y desean. Por tanto, el valor de los bonos a largo plazo disminuye y provoca las caídas de precio que estamos viendo.

Las implicaciones de estas subidas de tipos de interés son muy negativas para la economía. Y más en este contexto de enormes deudas por doquier. En Estados Unidos, con una deuda pública superior al 120% del PIB, solo el pago de intereses ronda ya los 2.000 millones de dólares...diarios. Por si esto fuera poco, allí las hipotecas más comunes son a tipo fijo y con una duración de 30 años. Actualmente el tipo de interés para estos préstamos ronda el 7,85% anual. El ejercicio de calcular los intereses pagados durante la vida del préstamo solo es recomendable de realizar en un piso bajo y en un entorno rodeado de superficies acolchadas.

Muchas gracias por su confianza.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Daniel Varela', is written over a light blue circular watermark. The signature is fluid and cursive.

Daniel Varela