

DIP Value Catalyst 2021 Q4

a&g

12 de enero de 2022

El año 2021 ya quedó atrás, y probablemente pocos esperaban algo así. Muchos otros escribirán y comentarán con detalle dando sus impresiones para este año, e intentarán interpretar su bola de cristal para avisar de lo que se avecina en el 2022. Nosotros en nuestro fondo DIP Value Catalyst, no nos atrevemos a tanto, y tan sólo esperamos que nuestras más de treinta inversiones sigan avanzando y sean capaces de adaptarse a los imprevistos y los desafíos que se presenten.

Hablando de Value Catalyst, el 2021 ha sido importante para nosotros a nivel particular; en octubre por fin el fondo vio la luz. El proceso de crear un fondo lleva su tiempo, al menos unos meses si las cosas se hacen bien. Pero, con una perspectiva más amplia, el proceso se inició mucho antes, y han hecho falta todos esos años y ciclos de inversión, los aciertos y los errores, y todo lo aprendido de grandes profesionales y buenos clientes. Todo lo anterior ha sido necesario para que tomaran forma los pequeños ingredientes que nos hacen algo diferentes del resto y nos van a caracterizar en el futuro.

Por ser nuestra primera carta trimestral tiene sentido dedicar un poco de espacio a recordar algunas líneas maestras importantes para nosotros, para así poder dedicar más tiempo en cartas trimestrales futuras al mercado y a nuestras participadas.

Objetivos

Antes de entrar en más detalles hay que recordar cuál es nuestro objetivo, y cuál no lo es: nuestro objetivo es ganar dinero para los partícipes del fondo (nuestros co-inversores), generar rentabilidades positivas ajustadas por riesgo superiores al mercado.

Relacionado con lo anterior, el objetivo es asimismo que nuestros partícipes sean capaces de permanecer invertidos con nosotros a largo plazo, porque entienden cómo trabajamos y cómo gestionamos el riesgo y corregimos los errores cuando se producen. Ellos podrán aguantar los vaivenes del mercado mejor si entienden nuestro proceso de trabajo (de inversión), y confían en dicho proceso y en nosotros, que lo aplicamos. Pensamos que esto se echa en falta a veces en otros fondos. Así es que por nuestro proceso intuitivo, sencillo, ordenado y consistente esperamos que muchos partícipes encuentren en el fondo Value Catalyst una herramienta útil para SU largo plazo. El foco respecto al largo plazo a menudo se interpreta sólo respecto a compañías o tesis de inversión. Sin embargo, es aún más importante a nivel partícipe, para que se pueda beneficiar del capital compuesto. Nuestra liquidez es diaria, pero pensamos que de 3 a 5 años es un horizonte temporal realista para que nuestro proceso de inversión y nuestras inversiones individuales den sus frutos.

El largo plazo para los partícipes puede ser más, y lo ideal es que cada uno decida si quiere/puede continuar a lo largo de más ciclos.

Por el contrario, no es nuestro objetivo el predecir nada, ni tener razón respecto a la idoneidad de ninguna política fiscal o monetaria o energética, o de ningún otro tipo. Simplemente utilizaremos dichas políticas, dicho entorno, como mejor podamos, aprovechándolo para alcanzar nuestro objetivo de retornos en el mejor de los casos, o al menos intentando que nos perjudique lo menos posible.

Nuestro objetivo tampoco es hacer “timing de mercado”, ni ganar en cada momento individual más que ningún índice, o que ninguna referencia – para eso habría que sacrificar la gestión del riesgo y dejarse llevar por la fuerte corriente de la inversión pasiva, renunciar a nuestros principios básicos...y hasta al sentido común. Además, pensamos que en realidad nada de eso hace falta. En la cartera de fondos de nuestros partícipes ya habrá sitio para otros fondos pasivos que inviertan en las compañías más populares (y a menudo más caras) del momento, así como para posiciones especulativas de todo tipo, si así lo desean ellos. Nuestro lugar será el que reserven a unos pocos fondos que les dan confianza, que invierten compañía a compañía, y que trabajan para alcanzar el destino de la rentabilidad superior ajustada por riesgo en un horizonte temporal razonable.

Filosofía

En Value Catalyst pensamos que el mercado es eficiente, pero a menudo es lento. Claramente no reinventamos la rueda. Lo que ya funciona no hay que cambiarlo. Puro sentido común, que no difiere de lo que piensan muchos grandes inversores.

El mercado debe ser eficiente, para que cuando encontremos discrepancias entre el valor intrínseco de alguna compañía y su precio, podamos confiar en que finalmente dicha discrepancia se corregirá. El ajuste de esta discrepancia es la fuente de nuestra rentabilidad superior ajustada por riesgo.

Por otro lado, el mercado debe ser lento, para que nos dé tiempo a encontrar discrepancias, entenderlas e invertir en ellas.

El enorme crecimiento de la inversión pasiva (a través de índices que compran en función del tamaño de las compañías – cuanto más suben y cuanto más caras, más compran, y viceversa) está ralentizando la reacción del mercado y agudizando las ineficiencias, pero en modo alguno cambia este mecanismo básico. Al contrario, el potencial de rentabilidad ajustada por riesgo puede verse aumentado, aunque la incertidumbre respecto al horizonte temporal también se vea extendida.

Proceso de inversión

El proceso de inversión es el método de trabajo ordenado y repetible a través del cual llevamos a cabo nuestra búsqueda de ineficiencias de mercado temporales para lograr nuestro objetivo de rentabilidad. El proceso de inversión incluye de manera ineludible la gestión del riesgo.

Dicho proceso y dicha gestión del riesgo, en nuestra opinión son los que ayudan a los partícipes a permanecer invertidos y les permite beneficiarse de la potencia del capital compuesto. Porque ayuda a entender los resultados, y porque evita sorpresas incluso aunque en ocasiones pueda haber errores. Y porque con un proceso ordenado e intuitivo a lo largo de un horizonte temporal razonable, los resultados cada vez tienen menos y menos que ver con el azar. De hecho, los inversores institucionales sólo invierten en aquellos fondos cuyo proceso y gestión del riesgo les encaja, por muy impresionante que sea la rentabilidad histórica.

Nuestro proceso y nuestra gestión del riesgo realmente se basan en la simplicidad. Por otro lado, creemos que dicha simplicidad es precisamente lo que muchos partícipes demandan y a menudo no encuentran.

Lo primero y lo más simple es el foco en los beneficios y la generación de caja: el precio de las compañías en Bolsa sigue muy de cerca sus beneficios. Así que buscamos situaciones en que dichos beneficios aumenten, para que se revaloricen nuestras inversiones. La subida de los beneficios y de “sus mellizos” los flujos de caja libre, se puede deber a múltiples motivos. A nosotros nos interesa encontrar CATALIZADORES (de ahí el nombre de nuestro fondo, Value Catalyst), que son la chispa que hace que la ineficiencia de mercado se corrija. Algunos catalizadores típicos, que se traducen en subidas de beneficios y flujos de caja, son el puesta en funcionamiento de una planta productiva tras un periodo de construcción e inversión, un nuevo producto que llega al mercado, la recuperación del ciclo de negocio, un cambio regulatorio o de impuestos, etc.

Además, en ocasiones encontramos catalizadores relativos al valor oculto de las compañías, como las mejoras en sostenibilidad o la venta de activos secundarios y la distribución del exceso de caja en forma de dividendos o recompra de acciones. Todos ellos son muestras de una política de asignación de capital sana y transparente.

La búsqueda de catalizadores, esas razones concretas que ayudan a cambiar y mejorar la narrativa de las inversiones, seguramente nos diferencia de algunos otros inversores Value. Y cada día nos parece más importante para poder cumplir con nuestro horizonte temporal objetivo, contrarrestando el empuje de la inversión pasiva, que puede seguir

ralentizando más y más la eficiencia del mercado.

La otra cara de la moneda, la gestión del riesgo, también la articulamos entorno a catalizadores.

Primero, participada a participada, vamos construyendo las posiciones a medida que la ejecución operativa progresa y los catalizadores positivos se acercan y se realizan. Segundo, la cartera en su totalidad aspira a una construcción equilibrada, buscando limitar el peso dependiente de factores comunes. Finalmente, cuando algo no se cumple y el catalizador no llega, o cuando algo importante “se rompe”, casi siempre es una razón suficiente para desinvertir y hacer borrón y cuenta nueva. Una gran ventaja de los mercados cotizados frente a otras alternativas (*private equity*, inmobiliario...) es la liquidez para corregir errores; nosotros la tenemos muy presente y la usamos a nuestro favor.

Así pues, la gestión del riesgo debe ir mucho más allá de la simple volatilidad, que se basa en el pasado, e incluir factores cualitativos, de contexto, y juicios de valor respecto a posibles complicaciones futuras. Desafortunadamente esto es difícil de lograr cuantitativamente – hay que ir compañía a compañía. Y lo cierto es que los partícipes se enfrentan al mismo problema, ya que es difícil comparar entre fondos. De ahí que la consistencia y la transparencia en el proceso de inversión

sean vitales para lograr su confianza en Value Catalyst.

En términos de valoración, cada participada se somete a un ejercicio continuo de triangulación entre lo que piensa el mercado, el contexto general y de sus sectores, nuestro análisis detallado del negocio/el balance/los gestores, y la materialidad de los catalizadores y los riesgos potenciales. De igual manera que el precio por metro cuadrado cambia en el negocio inmobiliario según su “*location, location, location*”, el Value no puede responder a niveles de valoración exactos, sino relativos, y también depende del negocio, y del mercado. En cualquier caso, cuanto mejor sea el precio de compra inicial, mayor será el potencial de revalorización y menor el riesgo de pérdida.

Finalmente, como parte de nuestro seguimiento detallado, nos parece de gran ayuda el contacto directo con las compañías, para aprender de sus negocios, de su cadena de valor y de sus competidores. En ocasiones podemos ofrecerles de vuelta algunos comentarios y sugerencias constructivas, sobre cómo enfocar su mensaje hacia el mercado, qué prioridades de asignación de capital ayudarían a cristalizar su valor, qué ejemplos de simplificación societaria han dado buenos resultados en situaciones similares, etc.

En materia de sostenibilidad, este diálogo activo (*engagement* es el término formal según SFDR) nos sitúa como fondo de Artículo 8, y también es muy bien recibido, ya que el mercado está

empezando a ordenarse, pero aún adolece de cierta confusión y en ocasiones algo de hipocresía. Nuestro objetivo en sostenibilidad más allá del mero cumplimiento burocrático, es que nuestras participadas mejoren y den ejemplo en lo que sea relevante para sus negocios. Creemos que se debe progresar en sostenibilidad con realismo y pragmatismo. También creemos que a medio y largo plazo el mercado una vez más recompensará principalmente a quienes sepan y puedan aportar valor en este campo, uno más.

Liquidez

Merece la pena una breve mención relativa a nuestra consideración de la liquidez. Y es que pensamos que no es estrictamente necesario estar invertidos al 100% en todo momento. Aunque somos un fondo de renta variable pura y no hacemos timing de mercado, cuando la construcción de la cartera participada a participada, en función de la maduración de sus catalizadores, arroja algo de liquidez sobrante, nos parece apropiado “sentarnos” pacientemente sobre ella. Esto nos quita la presión de sobre-invertir, lo cual ayuda en la gestión del riesgo. Además, tener liquidez puede ser un generador de retornos extremadamente potente. Algo tendrá, cuando así lo ven también reputados inversores como Warren Buffet o Seth Klarman.

Inversiones y rentabilidad

En este primer trimestre desde su lanzamiento, el fondo Value Catalyst ha logrado una revalorización del 2,5% neto de comisiones. Aunque por supuesto que nos agrada esta rentabilidad inicial positiva, lo cierto es que el plazo de medición es tan corto y vulnerable a las “locuras del mercado”, que el número podría haber sido muy diferente y nuestra valoración de cómo van las cosas debería haber sido similar. Lo que nos interesa realmente es lo que ocurre bajo la superficie, la ejecución operativa de nuestras participadas y el progreso hacia los catalizadores que ayudarán a cristalizar el valor. En este sentido, el progreso operativo ha sido muy sólido y por ello estamos satisfechos y seguimos confiando en nuestras participadas.

Nuestro fondo Value Catalyst es un fondo global que invierte en renta variable. Este ámbito realmente global aporta otro granito de arena que muchos están considerando valioso a la hora de incluirlo en sus carteras junto a otros fondos. Porque es muy probable que casi siempre tengamos una exposición material a Asia y a Tecnología, dos áreas de enorme relevancia hoy y también de cara al futuro,

y que por falta de familiaridad a menudo otros fondos no siguen tan de cerca. Lo cierto es que nuestra búsqueda de la simplicidad nos lleva a seleccionar las oportunidades menos complejas y más prometedoras, estén donde estén, y a menudo esta búsqueda nos lleva a Asia y a sectores tecnológicos.

Este enfoque además nos permite construir una cartera más diversa y equilibrada. Así pues, Asia y Tecnología no serán una nota marginal, sino que tendrán toda la atención y el peso que merezcan en cada momento, sin perder de vista Europa y EE.UU., y todos los demás sectores.

Entrada de inversiones

En esta ocasión por ser nuestra primera carta trimestral, todas son ideas nuevas. En la actualidad, con la cartera invertida en torno al 85%, tenemos participadas dedicadas a negocios tan diversos como la fabricación de semiconductores, la extracción de petróleo y gas natural, el transporte marítimo, los fertilizantes, las energías renovables, el reciclaje y la economía circular, los videojuegos, internet, la minería, la industria maderera y sus derivados y el consumo discrecional. Hay unas pocas inversiones que aún no hemos realizado, mientras se terminan de

madurar y mientras se completa la apertura regulatoria de nuestras cuentas directas en mercados asiáticos.

Algunas de estas inversiones son viejas conocidas nuestras, fruto de años de seguimiento y contacto cercano. Y algunas otras son nuevas, fruto más reciente de nuestro proceso de inversión y foco global.

Entre las primeras, por ejemplo, destaca **Kosmos Energy**, que explora, descubre y produce petróleo y gas. Nos parece que su equipo gestor y su cultura son algo especial – empresariales, meritocráticos, flexibles... Además de honestos, claro está. Su ejecución a lo largo de tantos años ha sido muy sólida en términos de descubrimientos, y en su capacidad de generar valor para sus accionistas a través de la asociación con otros operadores e incluso a través de adquisiciones oportunistas de activos. Durante el covid también demostraron su capacidad de adaptación y su cautela financiera. Kosmos es un sólido generador de caja a precios de petróleo moderados y una máquina de liquidez a \$80/barril. Su repago de deuda acelerado, su probable reiniciación del dividendo, y su gran asignación de capital incluyendo recompras de acciones son sólidos catalizadores. Pero, además, el comienzo de la fase 1 del proyecto de gas Tortue en 2023, la probable aprobación de la fase 2 en 2022, así como la posible venta de una participación en otros grandes proyectos de gas, ponen varias guindas que deberían ser capaces de situarles en el radar de muchos más inversores.

Entre las inversiones nuevas es interesante comentar brevemente **Tencent**. Nuestro primer contacto directo con ellos ocurrió en Londres en 2009 – entonces su negocio giraba en torno a los mensajes SMS, justo cuando Apple acaba de inventar el iPhone. Parecían abocados al declive, pero ellos se esforzaban en transmitir su confianza en su capacidad de reinventarse y seguir monetizando sus 800 millones (entonces) de usuarios. Desde entonces Tencent se ha enfrentado con cierta periodicidad a diversos desafíos, pero su gran calidad de gestión les ha permitido no solo aguantar, sino prosperar exponencialmente. En la actualidad Tencent es líder indiscutible en videojuegos en China y tal vez global, así como el número 2 en China en *cloud* y en pagos online. Sus 1.200 millones de usuarios sólo están ligeramente “monetizados” aún. Y tiene importantes participaciones en multitud de compañías en el ecosistema de Internet, a los que ayuda a posicionarse con sus usuarios. Tencent es un híbrido de Facebook y Amazon, con un toque muy especial de contenido, en particular videojuegos. Su valoración actual “rima” con momentos históricos pasados. Y como entonces, esperamos que Tencent se adapte con sencillez a los desafíos y continúe su ascenso. Al fin y al cabo, es un “campeón nacional” en China, y todos están interesados: gobierno, usuarios, inversores...

Salida de inversiones

Aún no hemos salido de ninguna inversión. En el futuro las salidas se producirán por una de las tres siguientes razones:

- i) un error, que corregimos desinvirtiendo con la idea de limitar las pérdidas al mínimo posible,
- ii) un acierto, en el que los catalizadores se han realizado y la valoración así lo refleja finalmente, o
- iii) un reajuste por la aparición de alternativas donde el coste de oportunidad es más favorable.

Errores

Aún no tenemos consciencia de haber cometido ningún error, aunque en inversión a menudo los errores se descubren con el paso del tiempo. Desde que lanzamos el fondo Value Catalyst nuestras participadas han continuado ejecutando sus proyectos y sus negocios de manera exitosa, por lo que mantenemos nuestra confianza en ellas y

en los catalizadores. Mientras tanto, el mercado ha ido mejorando poco a poco su apreciación por dichas compañías y sus proyectos. A nivel operativo se puede detectar ya una mejora en las expectativas de beneficios.

Macro

Nuestro proceso de inversión no empieza con una visión macroeconómica para a continuación buscar compañías que encajen. Sino que, al revés, nuestro principio son las compañías.

La visión macroeconómica es importante, sin embargo, como parte de la gestión del riesgo. Lo que nos ocupa es cómo pueden los distintos escenarios impactar en la realización de los catalizadores que hayamos identificado, así como en las cuentas de resultados y los balances de nuestras participadas.

En todo momento intentamos evitar exposiciones macroeconómicas binarias. Por el contrario, una de nuestras palabras favoritas es “convexidad”, que implica opcionalidad. Nos interesan sobremanera las compañías y los equipos gestores capaces de generar opcionalidad positiva sin que ello implique asumir elevados riesgos ni costes. Tal convexidad, añadida a una valoración atractiva y un par de catalizadores de elevada materialidad, nos resultan irresistibles.

De cara al 2022 el mercado presenta no pocos desafíos. Aunque lo cierto es que nunca el mercado regala nada – poco nuevo bajo el sol. Seguramente todos los operadores en el mercado estamos de acuerdo en algunas de las principales interrogantes:

- Inflación: ¿transitoria o no?
- Cambios en política monetaria, tras casi 13 años de expansión
- Covid: ¿confinamiento...hasta cuándo?
- Política fiscal de gasto y de impuestos
- Valoración del mercado, y posibles alternativas de inversión
- Cadenas de suministro
- Transición energética y sostenibilidad
- Competencia geopolítica: EE.UU. vs China, EE.UU. vs Rusia...

No es nuestra intención desgranar para cada una lo que pensamos que espera el mercado y lo que opinamos nosotros. Como ya explicamos, nuestro proceso de inversión busca ineficiencias que cuenten con algún catalizador, y donde los escenarios macroeconómicos pesen menos que la situación específica. En este sentido intentamos que nuestra mentalidad sea pragmática y flexible. Insistimos, “nuestro foco no está en tener razón, sino en ganar dinero”.

Por ejemplo, la **Inflación** puede realmente llegar a ser estructural. El impulso monetario de los últimos 13 años no tiene precedentes; ahora su impacto se suma a

los problemas de suministro y finalmente a una política fiscal expansiva también sin precedentes. Muchos y muy reputados inversores esperan problemas inflacionarios. Y, sin embargo, los mercados de renta fija aún niegan con testarudez que realmente vaya a haber inflación más allá de unos trimestres. Tal vez se autorregulen las cadenas de suministro, y tal vez la falta de inflación en salarios resulte en destrucción de demanda y crecimiento deprimido – de vuelta a 2019. O incluso aún peor, tal vez las autoridades vuelvan a modificar la composición del índice de precios (como ya han hecho en el pasado) para “engañar” al mercado y poder diluir sus enormes niveles de deuda. Aunque la teoría y el sentido común sugieren inflación, la práctica y la política pueden esquivar la bala todavía durante algún tiempo...incluso algunos años. Así que nuestra cartera busca participadas con convexidad positiva respecto a la inflación, pero cuyo catalizador no dependa estrictamente de ella.

Un área diferente, donde nuestra visión individualizada de compañías y del sector ha informado una opinión macroeconómica es el **Sector Energético**. Se trata de un negocio global, que seguimos desde hace muchos años, pero donde trimestre a trimestre seguimos aprendiendo. Y todo ello refuerza nuestra confianza en que, a pesar de la posible o incluso probable transición energética hacia energías más limpias, la demanda de petróleo y gas es casi imposible de sustituir en menos de 20 años. Al mismo tiempo, también tenemos mucha confianza en que, sin inversión, la

producción a nivel global declina a tasas determinadas por la geología, y que son muy visibles y predecibles. Y dado que la inversión en el sector se ha reducido a la mitad desde 2015, es muy, muy probable que la demanda supere a la oferta de petróleo y gas, durante los próximos años. El actual precio de \$75+ por barril no nos ha sorprendido, y no nos sorprendería tampoco que se mantuviera durante años. De hecho, nuestra principal preocupación es que se dispare a \$100, o incluso más, porque generaría destrucción de demanda y aceleraría la transición energética antes de tiempo, con un elevado coste para las economías globales. Las oportunidades de inversión nos parecen más atractivas en los productores de petróleo y gas que en los proveedores de servicios, ya que es posible que el nivel de inversión nunca regrese a sus niveles históricos. Por otro lado, tampoco tenemos claro que toda la rentabilidad potencial se logre sólo gracias a la revalorización. Es muy posible que el mercado no quiera pagar los múltiplos que pagaba años atrás. Es por ello que la asignación óptima de capital de nuestras participadas es un punto clave en este momento, y debe incluir el pago de dividendos y la recompra de acciones. Adicionalmente, la sostenibilidad es más relevante que nunca en este negocio, y nosotros preferimos que, durante los años de la transición energética, el petróleo y el gas provenga de productores responsables y capaces de optimizar lo que de por sí es una actividad y un producto poco limpio pero necesario.

Un punto final a comentar con brevedad para no extender en exceso esta primera

carta trimestral, es la **“behavioural politics”**. Desde que Kahneman y Tversky profundizaron y le dieron forma, el **“behavioural finance”** ha encontrado un lugar relevante para explicar cómo invertimos todos. Nosotros creemos que alguien en algún momento debería ponerle cara y ojos al **“behavioural politics”**, que en nuestra opinión está teniendo un impacto determinante en los mercados y las economías mundiales. Se ha demostrado en los últimos 13 años que los políticos a día de hoy se rigen cada vez menos por intereses de estado y estrategias de país a medio plazo (la gran excepción tal vez sea China), y por el contrario se dejan llevar cada vez más por el corto plazo, por los impulsos, las encuestas, las redes sociales... Estos sesgos de comportamiento, que a su vez ellos mismos se encargan de retroalimentar en sus votantes promoviendo narrativas de confrontación, nos parece que limitan su capacidad de maniobra enormemente – seguirán insistiendo en lo mismo, siempre doble o nada, y no pararán hasta que algún shock exógeno les diga basta.

Desde los tiempos de la crisis financiera global del 2008, la política monetaria ha sido un factor crítico de distorsión de precios y de ciclos económicos. Al margen de su idoneidad teórica, su impacto es innegable. Parece casi mágica, el coste político inexistente por ahora (al contrario, a corto plazo o genera réditos políticos), y su uso se perpetuó más allá de los momentos iniciales que la justificaron para impedir una crisis de liquidez. Mientras tanto, los participantes del mercado no han perdido la

oportunidad de acumular más y más deuda, que parece casi gratis, para comprar activos en mercados públicos (cotizados) y privados, así como activos inmobiliarios. La inflación ha afectado especialmente a los mencionados activos y ha provocado enormes desigualdades de renta y riqueza. 11 años después, con las políticas en el rango de tipos cero y hasta negativos, el margen de actuación estaba llegando a su fin. Parecía que los tipos ya sólo podían subir (convexidad negativa en términos de impacto económico), y entonces llegó el covid. Este shock exógeno brutal justificó el siguiente paso en “*behavioral politics*” – la política fiscal sin límites (y financiada con más deuda). Desde entonces la caja de Pandora quedó abierta, y ya se prepara la siguiente dosis, en forma de la *Infrastructure Bill* y el *Build Back Better Bill* en EE.UU., o el *EU Next Gen Recovery Fund*. Dinero es poder para los políticos. Y en cada punto de la hoja de ruta se solapan unas y otras medidas. Sin los tipos tan bajos la política fiscal no sería posible. Y sin alarma social por covid sería complicado justificar otro doble o nada. De cara al 2022 todo lo anterior ya está consumado.

La única política restrictiva que permanece activada es la sanitaria, los confinamientos, etc. Por suerte para todos, la variante Omicron del covid parece poco letal, y su gran tasa de contagio asegura una “vacunación” rápida y barata a nivel global. Por lo tanto, en breve no quedará ningún límite para que la “*behavioral politics*” nos libere y acelere de nuevo, antes de que el coste electoral de los confinamientos se dispare. Parece que muchos medios de

comunicación y plataformas de redes sociales ya empiezan a poner la nueva narrativa en marcha. Así pues, la suma de tipos bajos, expansión fiscal, y libertad debería ser un gran acicate para el crecimiento, de cara a próximas elecciones. Respecto a la inflación... digamos que la inflación ayudaría a diluir la deuda, por lo que les interesa a los gobiernos.

Todas estas políticas sumadas serán insostenibles en algún momento. Pero ya llevamos 13 años así, y quién sabe dónde estará el final. Por el momento las reglas del juego se siguen alterando cuando conviene a quienes deberían protegerlas. A nosotros sólo nos queda intentar “nadar y guardar la ropa”, invertir en buenos proyectos y limitar los riesgos. Afortunadamente la Bolsa nos protege de la inflación mejor que casi todos los demás activos. Los equipos gestores de nuestras compañías nos defienden de las regulaciones, los impuestos y la competencia. Y nuestras inversiones son líquidas, por si necesitamos hacer cambios.

Como muchos otros, creemos que tenemos razón y en algún momento algún shock externo dirá basta a estos excesos. Pero mientras tanto nuestro foco sigue siendo el mismo, más que tener razón, ganar dinero para el fondo – lo necesitaremos como colchón para lo que pueda llegar.

Con esto nos despedimos hasta la próxima carta trimestral.

Agradeciendo el apoyo y la confianza,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Allende', with a horizontal line underneath it.

Andrés Allende Rodríguez-Losada, CFA
Gestor del DIP Value Catalyst

a&g