

DIP Value Catalyst Equity 2T 2022

a&g

Estimados partícipes,

El segundo trimestre de 2022 aceleró la corrección en los precios de todo tipo de activos. Tras años de estímulo monetario, y más recientemente también fiscal, que dieron alas a inversiones en renta variable, renta fija, private equity, capital riesgo, inmobiliario, etc. finalmente el péndulo de los mercados se movió decididamente en contra.

Siempre hay un desencadenante, o una suma de varios, que sirven de excusa final para lo que antes o después debía suceder. En esta ocasión, primero golpearon la inflación y la subida de tipos, seguidos de la incertidumbre por el conflicto en Ucrania y los cierres por Covid en China. El final del trimestre, sin embargo, vio cambiar el tono del mercado – en los próximos meses, como nos temíamos, parece que se hablará sobre todo de recesión económica.

La reversión a la media personalmente se nos antoja menos inesperada en renta variable, por ser algo más frecuente, más periódico...más natural. Esta vez, sin embargo, la renta fija global ha sufrido mucho también, causando daños graves a las carteras de muchos que asumieron rentabilidades tan bajas como punto de partida.

Por todo lo anterior el nivel de pesimismo en los mercados ya es muy elevado. Para muestra, algún botón: los bonos americanos a 10 años han sufrido su peor comienzo del año desde 1900. Al mismo tiempo, el SP500 ha tenido su cuarto peor comienzo de año desde 1970. Finalmente, el portfolio típico 60/40 ha sufrido su peor pérdida desde 1962.

La destrucción de riqueza financiera nivel global, más de \$14trn, casi duplica la que ocurrió tras la quiebra de Lehman Brothers. Y curiosamente, nosotros por fin empezamos a ser optimistas.

Aún faltan algunas piezas por caer: en general, el private equity y las inversiones ilíquidas para nada reflejan en sus valoraciones que el péndulo va en contra – por lo tanto, más pérdidas para muchas carteras son probables. Además, muchos inversores minoristas podrían huir aún, aunque a estas alturas sus pérdidas en criptodivisas tal vez hayan servido de válvula de escape para su pánico. Finalmente, muchas compañías deberán recortar sus estimaciones de beneficios para el 2022 y 2023.

En cualquier caso, los precios actuales ya reflejan escenarios muy negativos para algunas compañías extraordinarias. Es muy buen momento para construir carteras. Esperamos que el mercado se dé la vuelta en cuanto todo lo malo (inflación, subidas de tipos, Covid, etc.), sea simplemente menos malo, aunque se deba a peores perspectivas de crecimiento a nivel global. Así lo demuestra la Historia. En cualquier caso, no dependemos de ninguna bola de cristal en nuestro proceso – si nuestras compañías cumplen sus planes operativos, sus resultados tirarán con fuerza de nuestra cartera hacia arriba. Y si llevando la contraria, nuestro optimismo actual se demuestra acertado, el resultado será aún mejor y más rápido.

Inversiones y rentabilidad

En términos de atribución, entre las mejores inversiones este trimestre hay que destacar Torm y Tubacex. Entre las peores cabe señalar STMicro-electronics y S.O.I.T.E.C.

En el trimestre el fondo DIP Value realizó una rentabilidad de **-4.5%**, neta de gastos. La mayor parte de la caída se debió a nuestras tecnológicas, que cayeron de media un **-20%** en el período a pesar de las correcciones que ya acumulaban, y a pesar de la confirmación o incluso mejora de las perspectivas para la mayoría de ellas durante estos meses.

El fondo sufrió, arrastrado y víctima de lo que parecen intensos episodios de capitulación y liquidación. Tras un buen abril y mayo, cuando nuestra construcción de cartera ordenada siguió reflejando el progreso operativo de nuestras participadas, a mediados de junio se inició un proceso de liquidación en el mercado donde todo caía al unísono. Negocios correlacionados negativamente se comportaban de pronto como si fueran lo mismo – la muestra más pura de pánico y capitulación. Por ejemplo, si la amenaza inflacionaria global se debe al elevado precio de la energía, lo cual perjudica a muchos negocios (si no pueden trasladarla mediante subidas de precios en sus productos), en tal caso no tiene sentido que los productores de dicha energía se vean castigados justo al mismo tiempo. Y sin embargo así ocurrió.

La construcción equilibrada de la cartera nos ayudó a amortiguar el golpe, con algunas de nuestras posiciones en China y videojuegos, así como en materiales, ayudando a sostener la cartera durante estos tiempos tan volátiles. Por otro lado, nuestras empresas del sector energético, que nos ayudaron a alcanzar fuertes rentabilidades positivas hasta el punto más alto en junio, devolvieron mucho de lo ganado cuando comenzó la capitulación, aunque su contribución final aún fue positiva.

Torm es una compañía de transporte marítimo de productos petrolíferos - ganó un **+65%** este último trimestre. Realmente todo el sector de transporte de crudo y de producto se encuentra en un momento extremadamente favorable. A sus sólidos fundamentales gracias a factores cíclicos, como la edad de la flota y la falta de barcos nuevos, se suman las regulaciones medioambientales y más recientemente, la extrema ineficiencia que ha introducido en su negocio el conflicto de Ucrania. En este negocio, ineficiencia equivale a beneficios extraordinarios. La situación no parece fácil de solucionar y es más que probable que tales beneficios duren aún unos años. Tras seguirlo de cerca durante bastante tiempo, por fin parece que este sector nos da las alegrías que prometía.

Tubacex, compañía conocida por muchos en España, es probablemente el mejor productor global de tubos de acero inoxidable. Su negocio principal está relacionado con la producción de petróleo y gas, aunque también participa en proyectos de energía nuclear, por ejemplo. Tubacex acude allá donde haga falta tubos de acero de resistencia extrema (presión/temperatura/corrosión). Tras unos cuantos años complicados, incluido Covid, la compañía se dispone a ejecutar de manera impecable algunos de sus planes originales, y algunos otros nuevos, de gran tamaño e importancia. Un buen ejemplo es su reciente acuerdo marco con Emiratos Árabes, esperado por nosotros y por quien siga de cerca la compañía, pero aún no suficientemente considerado por el mercado.

Respecto a **STMicroelectronics** (STMicro en adelante), su comportamiento en los últimos meses ha sido muy pobre, lo que nos permitió invertir. Su posición de mercado es envidiable en casi todos los ámbitos, incluidos los chips de gestión de energía para industria, coches eléctricos

y renovables, pero también en diversas áreas de comunicación serán fundamentales para la proliferación de dispositivos y sensores conectados en todo tipo de campos. En su día del inversor, en mayo, cabían ya pocas sorpresas por los cierres en China por Covid, por el conflicto de Ucrania, o incluso por la inflación. Con todo y con eso, la compañía actualizó sus objetivos del 2022, y también sus planes estratégicos. STMico compartió previsiones de ventas y márgenes aún más ambiciosos que antes, que se traducen en crecimientos de ebitda y generación de caja hasta más que doblar sus niveles del 2021 en los próximos años. Su valoración actual de entorno a 6x EV/ebitda, comparable a negocios cíclicos de poca calidad, resulta muy llamativa, dadas sus barreras tecnológicas y operativas, en un negocio con tanto potencial y con caja neta. Por todo ello mantenemos nuestra convicción totalmente intacta. No estamos de acuerdo con los miedos cortoplacistas del mercado por la posible recesión, que para nada altera la dirección del viaje. En los próximos años, esperamos que sus nuevas plantas y productos actúen como poderosos catalizadores, tirando de nuestra inversión al alza al menos al mismo paso que realizan su ebitda, o incluso más fuerte aún en cuanto el mercado se percate de su valor único.

A su vez **S.O.I.T.E.C.**, de la que ya hablamos en nuestra carta anterior, presentó en junio su reporte anual (su año fiscal finaliza en marzo). Batió expectativas en márgenes, con una ejecución comercial impecable que la vio crecer más del 50% en ventas y un 170% en beneficios para el año. Además, y más importante aún, la compañía incrementó sus objetivos estratégicos de ventas, inversión y márgenes para los próximos 4 años, incluidos los próximos dos, cuyas ventas están respaldadas por contratos no cancelables “*take-or-pay*” (100% en 2023 y 70% en 2024). De nuevo, el mercado parece estar dejándose llevar por el ruido recesionario, las preocupaciones macro, o tal vez por los flujos de inversión. Se pierden que el ebitda en S.O.I.T.E.C. se dispone a más que doblar gracias a su ventaja tecnológica, fraguada durante las últimas décadas. De nuevo, y gracias a nuestro foco tan directo en la ejecución operativa de

nuestras participadas, mantenemos nuestra convicción y esperamos fuertes retornos.

Como visión general, nuestro fondo DIP Value Catalyst Equity se encuentra en una posición muy favorable y aspiramos a rentabilidades potenciales muy significativas en los próximos trimestres/años, a pesar de todo tipo de ruidos macro. Nuestras participadas no se distraen, y continúan, paso a paso, y día a día, llevando a cabo sus planes mientras se adaptan al entorno, siempre tan cambiante. Los potenciales futuros vendrán dados por la evolución creciente de los beneficios y muy probablemente por múltiplos más elevados (justos), a medida que nuestros catalizadores se cumplan. El fondo ofrece valoraciones muy atractivas, de 4.7x EV/ebitda, o PER 9.1x para el año corriente, según las estimaciones del consenso. Los niveles de deuda siguen muy contenidos, a 1x ebitda. Respecto al trimestre anterior, aunque hemos aprovechado algunas oportunidades en el mercado, la mayoría de la mejora en las valoraciones se debe a que el consenso de mercado ha subido sus estimaciones de ebitda y beneficios, acercándose a las nuestras - aumenta el denominador, por lo que bajan los ratios.

Como siempre, nos mantenemos alerta para aprovechar las oportunidades que se presentan, que ya son muchas. En el mercado actual podemos aspirar a mejorar aún más la calidad de la cartera, en algún caso incluso añadiendo compañías más caras y de mejor calidad que la media (pagando algo más que la media por los beneficios futuros), pero a descuentos muy significativos respecto a sus niveles históricos. En ese sentido, de cara a futuro no nos importará que los múltiplos aumenten ligeramente si con ello podemos construir una cartera aún más sólida y más equilibrada. Para nosotros el potencial no lo es todo - la gestión ordenada del riesgo es algo clave también.

Entrada de inversiones

Durante este trimestre finalmente pudimos completar la apertura de algunas cuentas locales en Korea y Taiwan, y con ello añadimos **Tokai Carbon Korea** y **Powertech** a nuestro fondo. Adicionalmente, aprovechamos algunas caídas como la de Infineon, y apretamos el gatillo cuando se alcanzaron algunos hitos fundamentales para entrar en Petrofac y en Noble Corporation.

Tokai y Powertech son ambas compañías tecnológicas, aunque muy diferentes entre sí. Tokai con sus partes consumibles, ayuda a fabricar chips. Powertech es necesaria para el empaquetamiento, el último paso en la fabricación de los mismos. Tokai, gracias a su dominancia y ventajas tecnológicas se dispone a cosechar lo que tantos años ha estado sembrando, pues su mercado por fin acelera de manera exponencial. Mientras tanto, Powertech mejora su posición y su mix de negocio poco a poco y ofrece una alternativa para participar en la demanda secular de semiconductores, mientras paga un suculento dividendo cercano al 8%.

Infineon es una de las compañías de mayor calidad a nivel global en cuanto a semiconductores para aplicaciones energéticas, y se beneficiará de la proliferación de coches eléctricos, la automatización industrial y las energías renovables. Sus perspectivas son realmente buenas, y no dependen de fluctuaciones cortoplacistas. Su negocio es de “ciclo largo”, y sus clientes les dan mucha visibilidad en cuanto a volúmenes y órdenes. Con esta visibilidad en la mano se decidieron a ampliar capacidad, y es más que probable que aumenten sus objetivos estratégicos, como recientemente hizo STMicro, con quien compite en algunas aplicaciones.

Petrofac, empresa de servicios de ingeniería para la industria petrolífera que seguimos desde hace años, finalmente consiguió zanjar sus problemas con la SFO (Serious Fraud Office) en UK, y casi inmediatamente fue restituida como proveedor para futuros proyectos en Emiratos Árabes, con

quien tiene una relación cercana. La firma de contratos en el 2022 y 2023 será un potente revulsivo para ellos.

Finalmente, **Noble Corporation** es uno de los mejores perforadores petrolíferos marinos a nivel global, por la calidad y por el tamaño de su flota. La recuperación del sector que se truncó con Covid en 2020, se ha reactivado con fuerza y estamos viendo contratos a tasas diarias muy ventajosas – y esto no acaba más que empezar. Sin deuda y con una gran operación corporativa en ciernes, Noble tiene mucho que ofrecer. Finalmente, su mercado se tornó aún más favorable desde que las tensiones con Rusia empujan a todos a buscar y producir petróleo y gas en el mar, una de las áreas más prolíficas de las últimas décadas. Tras muchos años cubriendo este negocio, por suerte contamos con el contexto para participar de una oportunidad de inversión casi única, sin olvidar la gestión del riesgo, que es este negocio es de especial importancia.

Salida de Inversiones

Este trimestre no desinvertimos de ninguna compañía por completo, aunque sí que redujimos el peso de manera consciente en algunas cuyo negocio tal vez sería más vulnerable ante una probable desaceleración económica por destrucción de demanda. Además, dejamos que algunas otras se diluyeran conforme crecía el fondo, para reforzar la posición de otras que se habían quedado algo rezagadas.

Liquidez

En el segundo trimestre de 2022, por fin logramos completar la apertura de las cuentas locales en algunos países asiáticos. Gracias a ello pudimos invertir parte de nuestra liquidez disponible, y ésta se redujo hasta **niveles del 9-10%**.

A día de hoy, aún mantenemos algo de exceso de liquidez en el fondo, mientras esperamos que algunas participadas sigan madurando, y mientras avanzamos en el trabajo para algunas de las nuevas ideas que el mercado nos ofrece tras las recientes caídas. Ciertamente vivimos tiempos muy especiales, que ayudarán al éxito en los años venideros de aquellas carteras bien construidas que sepan aprovecharlos.

Errores

Durante este último trimestre no hemos tenido ningún susto. Todo lo contrario, múltiples de nuestras participadas han incrementado sus estimaciones para el año y para los años siguientes.

Como siempre, **deberemos permanecer atentos**, ya que el escenario recesivo e inflacionario (puede que los dos a la vez durante un breve periodo) impacte de maneras inesperadas. Por ejemplo, alguna compañía que necesite refinanciarse, aunque sus niveles de deuda no sean elevados, podría afrontar problemas si se seca el mercado (como así está sucediendo). O tal vez, si la falta de gas obliga a racionamiento, múltiples industrias europeas podrían verse forzadas a parar, repitiendo el escenario impensable de los tiempos de Covid, aunque por razones diferentes. O quién sabe, si la liquidación de algún fondo (Private Equity, o incluso listado, como a menudo sucede en tiempos de crisis), pudiera desencadenar ventas técnicas que tornaran una crisis de liquidez en una de solvencia.

La casuística es ilimitada, y el coste de cubrir todos los riesgos es renunciar a toda la rentabilidad. Por el contrario, nosotros confiamos en nuestros equipos gestores, y en nuestra selección de aquellos negocios y situaciones que sean lo menos complicados posible.

Macro

El nivel de ruido y distracción de este trimestre es difícil de plasmar, reminiscente de periodos pasados en los que el estrés parecía no tener techo (Lehman, crisis de deuda europea, crisis de límite de deuda en US...). Una vez más, los medios de comunicación no ayudan, y ahora incluso potencian la cacofonía con las redes sociales, comentando cada milímetro que fluctúa el mercado, cada anécdota, cada dato. Ya no se habla de Trump, ni de Afganistán, ni tanto de Ucrania. Estos meses se habló más del riesgo de que Le Pen venciera a Macron, de Elon Musk y su posible compra de Twitter, de Europa y sus problemas con el gas (Ucrania paso prácticamente a segundo plano), de inflación, subidas de tipos cada vez más agresivas...y finalmente de recesión.

Como de costumbre, nuestro interés por la macro tiene que ver con el posible impacto sobre nuestras participadas, y con las oportunidades adicionales que nos pueda brindar.

En esta ocasión nos parece interesante comentar una serie de temas, que informan nuestro posicionamiento y nuestros siguientes pasos: el petróleo, la inflación (buena para la tecnología) y la capitulación.

El petróleo

El petróleo, que nos afecta a todos a nivel personal, y a nuestro fondo por las inversiones en productores, barcos petroleros y también ligeramente por la parte de servicios, no debe su principal movimiento al conflicto de Ucrania, como algunos pueden creer. Por el contrario, la falta de inversión desde el 2015 preparó la complicada situación que enfrentamos a día de hoy que llevó el precio del Brent hasta \$128/barril en marzo. Sin inversión no se podrá siquiera atender la demanda, aunque ésta decaiga (y que no sólo depende del transporte). Por lo tanto, el precio sube para equilibrar la balanza. A día de hoy el gasto en petróleo como porcentaje del PIB

mundial es casi la mitad que hace unas décadas. Lo cual significa que para destruir suficiente demanda y lograr el equilibrio harían falta precios incluso más elevados, si el contexto histórico nos sirve como guía.

El escenario actual, de en torno a \$100/barril es absolutamente ideal para los productores. Para ellos nunca ha sido más ventajoso producir, ya que han trabajado duro para reducir costes en un -30% en los últimos años. Además, es curioso que a nivel global parezca que aún nadie haya respondido decisivamente aumentando su producción – de hecho, la OPEP produce 2.6 millones de barriles/día menos que su cuota objetivo (renuncia a entorno a \$6bn/mes, por el lucro cesante!).

Desde el punto de vista del inversor, como nosotros, el panorama parece más robusto que nunca, con una demanda sólida a la que habrá que sumar la reactivación de China tras sus cierres por Covid, la reanudación del tráfico aéreo, más la reconstrucción de los inventarios comerciales y estratégicos de crudo que se encuentran a niveles dramáticamente bajos, sin olvidar la incapacidad de la OPEP para producir más. Cualquier disrupción adicional podría llevarnos a niveles de precios difíciles de soportar. Si el mercado de acciones corrige por flujos de inversión o por liquidaciones de fondos, o por cualquier otro motivo técnico, no nos distraigamos: los productores de petróleo extraen oro negro y todos lo necesitamos. Ganan más dinero que nunca con ello y lo están protegiendo para nuestro beneficio, el de sus accionistas, con una disciplina espartana.

La inflación

La inflación, es siempre y en cualquier lugar, un fenómeno monetario (Milton Friedman), o al menos eso es lo que dice la teoría. Así pues, desde que los bancos centrales se arrogaron la tarea de eliminar los ciclos económicos - o, mejor dicho, las correcciones a la baja de tales ciclos, sus políticas monetarias expansivas estaban sembrando vientos, por lo que algún día recogeríamos tempestades. A diferencia de la teoría, la experiencia en Japón era cuanto menos sorprendente, ya que a pesar de su expansión

monetaria de las últimas dos décadas aún no había conseguido el efecto esperado en la inflación del país.

En Occidente estaba ocurriendo lo propio. Hasta que con la llegada de Covid algo cambió: las cadenas de suministro quedaron bloqueadas en diversos puntos (transporte marítimo, chips, materias primas) durante meses, lo que desencadenó “inflación de oferta”, en vez de “inflación monetaria” – si es que tal distinción se puede hacer. Y a todo ello hay que sumar la inflación por la energía, en nuestra opinión estructural.

Nosotros creemos que el principal riesgo con la inflación es su componente humano, emocional, psicológico. Si los aumentos de precio iniciales no saltan la barrera hasta alcanzar los salarios, es más que probable que los fletes y las materias primas acaben corrigiendo solos. Además, la inflación es una magnitud relativa – por ejemplo, el petróleo a \$100/barril, contribuiría inflación 0% un año después si permanece en ese precio. Pero por ese componente psicológico, los bancos centrales, cuya credibilidad se encuentra en entredicho tras tantos años de estímulo, y por su defensa de la transitoriedad de la inflación contra viento y marea...se vieron obligados a cambiar su postura diametralmente y prometer fuertes subidas de tipos y retiradas de liquidez – su única herramienta. No podían permitir que los salarios aceleraran.

Nosotros creemos que la inflación de oferta no se soluciona con restricción monetaria, pero entendemos la necesidad de los bancos centrales de recuperar la iniciativa y la credibilidad. Por ello también pensamos que subirán tipos rápido y hasta donde puedan, seguramente hasta ver un par de datos de inflación decreciente, conscientes de que durante la próxima recesión se verán obligados a estimular y mitigar la corrección a la baja, una vez más.

En ese punto, nos parece razonable que los mercados se comporten como en episodios anteriores de poco crecimiento y poca inflación – que, por cierto, es lo que descuentan las curvas de

tipos. Las compañías sólidas (balance, negocio, gestores) podrán aprovechar los tiempos difíciles y aumentar su distancia respecto a sus competidores. A diferencia de lo que piensan otros, **nosotros creemos que algunas compañías tecnológicas resultarán ganadoras también** – la inflación acrecienta la barrera de I+D acumulado, que ahora costaría mucho más replicar. Sea cual sea su negocio, las compañías especiales (poder de fijación de precios, demanda estructural, barreras competitivas) atraerán los flujos de inversión concentrados del mercado, y verán destacar sus valoraciones. Con una cartera de inversión que a todo lo anterior le sume hitos operativos concretos que diferencie aún más la narrativa de cada compañía, tendremos un fondo extraordinario - es justo lo que intentamos.

Capitulación

Por último, cuando hablamos de **capitulación, nos referimos a ese punto de máximo pesimismo**, a partir del cual **el péndulo del mercado vuelve a cambiar de dirección**. Nuestra intención no es ni mucho menos hacer “timing de mercado”, sino simplemente transmitir nuestro estado de ánimo, que por deformación profesional suele ser totalmente contrario al ruido que nos rodea. Si dando nuestras pinceladas ayudamos a algunos partícipes a aguantar lo que sin duda son tiempos duros para muchos, habremos logrado nuestro objetivo.

Ciertamente, el mercado de todos los activos responde a datos objetivos de beneficios y generación de caja, en especial a sus perspectivas futuras. Al mismo tiempo, también responde a la psicología de los que operan en ellos. Por ello, el mercado es víctima de los vaivenes en el estado de ánimo de los operadores, y en su deambular aleatorio en el corto plazo se retroalimenta, para bien y para mal. Cuando todo parece bueno y fácil, la euforia toma el control y el mercado ofrece placer inmediato...y sufrimiento a medio plazo para los menos prudentes. De igual modo, cuando todo parece malo, el sentimiento de pánico lo amplifica y ofrece oportunidades a los que tomen la parte contraria.

Aunque no hay manera de saber exactamente hasta dónde ni hasta cuándo el mercado puede caer, nosotros pensamos que al fin se están alcanzando los niveles de capitulación que hacen falta. Ya se puede invertir con buenas perspectivas. Sabemos que solemos llegar demasiado pronto a nuestras conclusiones, pero realmente ¡empezamos a estar positivos...!

1.- Nuestra primera impresión proviene de **nuestras participadas**. Muchas han revisado al alza sus estimaciones de beneficios, y aun así se han visto arrastradas – la venta en mercado empieza a ser indiscriminada. Ahora encontramos todo tipo de oportunidades donde la evolución del beneficio operativo visible nos dará grandes alegrías en los próximos años, al margen del ruido macro, y además podemos esperar valoraciones normalizadas claramente superiores a las actuales.

2.- El llamado “**smart money**”, es decir los inversores profesionales (*hedge funds, mutual funds*), también han tirado la toalla, a juzgar por su apetito inversor – en mínimos desde los tiempos de la crisis de Lehman.

3.- La capitulación requiere i) caídas y pérdidas suficientemente abultadas – o sea **distancia**, y ii) una duración suficiente de ese castigo psicológico – o sea **tiempo**. Respecto al tiempo, ya empieza a ser suficiente, tras 6 meses de caídas. Respecto a la distancia, a menudo se mide sólo la caída en renta variable. Pero en esta ocasión, que rima con otras, pero que no es igual, las pérdidas acumuladas en renta variable, más renta fija, más criptomonedas...y sin contar lo que queda por venir en *private equity*...son casi el doble que el récord anterior, durante Lehman. El castigo recibido por los inversores ya es realmente extremo.

4.- Parece que ya hay capitulación en **renta fija** – gracias a nuestros colegas tenemos una buena percepción, y el mercado corporativo está casi seco. Tras las abultadas pérdidas, y con el riesgo de liquidez por el final de los programas de financiación de los bancos centrales, ya prácticamente nadie quiere estar en mercado. No

son raros los días en los que los bonos caen más que las acciones, para el mismo emisor.

5.- La **negatividad** en el tono de todas las comunicaciones en el mercado nos resulta familiar, y nos transporta en el tiempo a momentos pasados, como Lehman, la crisis de deuda Europea etc. Sólo se discute sobre si estamos en recesión ya (2 trimestres de crecimiento PIB negativo), y si estamos en un “*Bear Market*” ya (-20%), o si será el trimestre que viene. Se trata de criterios arbitrarios...pero son llamativos y venden noticias. Y nadie habla de qué puede salir bien.

6.- Las **valoraciones** de muchas compañías (por ejemplo, las de pequeña capitalización) ya están a niveles extremadamente bajos – de nuevo similares a los del 2008/09.

7.- Los **inversores minoristas** también parecen haber tirado la toalla en su mayor parte. Muchos de ellos se subieron al carro demasiado tarde, con los estímulos de la pandemia, e intentaron hacerse ricos rápido en criptodivisas y con opciones sobre acciones. Poco o nada queda ya de todo eso, y los indicadores de confianza de estos inversores, que son los consumidores, también se encuentran en niveles históricamente deprimidos. Aún no hemos visto salidas masivas de vehículos de inversión pasiva, pero tal vez esta vez ya baste con sus pérdidas en otras áreas.

8.- Las compañías están poco a poco reduciendo sus **estimaciones de beneficios** para el 2022. Aquí es más que probable que muchos aprovechen la inminente temporada de publicación de resultados trimestrales para curarse en salud y recortar. Sin embargo, el mercado ya ha ido por delante, así que los recortes no deberían ser tan inesperados.

9.- El punto final, que marcará la claudicación total, será cuando los **bancos centrales** decidan que la tendencia inflacionaria ya es descendente, que han recuperado la iniciativa, y que ya pueden dejar de subir tipos – o incluso bajarlos, para equilibrar la recesión. Vistos los recientes movimientos en multitud de materias primas, los abultados inventarios y la incapacidad de muchos

de pasar las subidas de costes a los precios de venta, puede que estemos a pocos meses de esa capitulación final.

En definitiva, nuestra actitud ahora es ofensiva, compradora. Puede que queden movimientos técnicos de claudicación final. Y sabemos que solemos llegar demasiado pronto – por eso nos intentamos mover despacio. Pero cuando nuestro horizonte temporal de inversión no son sólo unos pocos meses, y cuando en base a criterios fundamentales vemos potenciales de magnitudes tan superiores a los riesgos para los próximos 3-5 años, nuestro proceso de inversión nos lleva a construir la cartera con confianza y dejar que el péndulo del mercado siga su curso.

Con esto nos despedimos hasta la próxima carta trimestral.

Agradeciendo una vez más el apoyo y la confianza,



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