

DIP Value Catalyst Equity 3T 2022

a&g

Estimados partícipes,

El tercer trimestre de 2022 nos lleva hasta **nuestro primer aniversario. La rentabilidad acumulada desde el lanzamiento ha sido del +6,2%.**

Este cuarto más reciente en particular, pone de manifiesto la fuerza de las corrientes que intentan arrastrar el mercado en direcciones opuestas. En la primera parte del trimestre, el sentimiento alcanzó niveles de pesimismo extremo; y como cabía esperar llevó a un fuerte rebote durante el verano. A continuación, en septiembre, ante los pobres datos de inflación (elevada), de confianza (bajísima) y de perspectivas económicas (poco halagüeñas), y en especial por la falta de capitulación de los bancos centrales (sobre todo en EEUU, tras el simposio económico anual en Jackson Hole), el miedo a la recesión y a la incertidumbre se apoderó una vez más de la narrativa del mercado, que perdió todo lo ganado y hasta un poco más.

En términos de valoración, el mercado ya ha corregido gran parte de sus excesos en los activos líquidos, tanto en renta variable como en renta fija. También sabemos lo que le espera a los ilíquidos (muchos *private equities*, residencial...), a juzgar por los precios que publican los que no tienen más remedio que vender. Como decíamos en nuestra anterior carta – el nivel de destrucción de riqueza no tiene precedentes, y es casi el doble que durante la crisis de Lehman Brothers. Apenas queda más cera que la que arde.

Para la capitulación final sólo quedan los bancos centrales – y algunos parece que ya hayan tirado la toalla: el Banco de Inglaterra volvió a comprar bonos de UK en cuanto sintió la presión del mercado en sus tipos (a riesgo estaba gran parte del sistema de pensiones de UK). Y el Banco de Japón intentó defender su moneda durante un breve instante en septiembre. Ya cada vez queda menos...

En términos de sentimiento, hemos vuelto al nivel extremo de junio, o tal vez más bajo. La recesión económica se considera inevitable en gran parte del mundo, si es que no estamos ya inmersos en ella (datos de crecimiento negativo de los últimos dos trimestres en EEUU). Y aún no se ha visto todo el impacto en el consumo discrecional del aumento de coste de la energía en todas sus variantes, de las hipotecas a tipo variable, y de la resaca fiscal al final de Covid. Ante el descontento social que se materializa de múltiples maneras (boicot al pago de hipotecas en China, movilización contra el hijab y la represión de las mujeres en Irán, manifestaciones en Cuba contra la pobre gestión del huracán Ian y sus apagones, elecciones en Italia, Suecia...y en breve mid-term elections en EEUU), los políticos se vuelven predecibles en dos sentidos: por un lado, buscan asuntos que distraigan a sus votantes - a menudo asuntos polarizantes y alejados del bien común, con frecuencia peligrosos, como por ejemplo conflictos de todo tipo (internos o externos). Por otro lado, los políticos rehúyen la toma de decisiones impopulares pero a menudo necesarias y aumentan sus presiones sobre cualquiera que pueda darles algún rédito cortoplacista – esto puede ser relevante para los mercados, si los bancos centrales cambian su postura y reanudan el estímulo monetario, con la excusa de que en breve el péndulo de la inflación también habrá cumplido su ciclo.

Mientras tanto, otro péndulo, el del mercado, sigue en movimiento. Se empieza a notar que la racionalidad recupera el control – no todo sube sin razón, y lo bueno, aunque se vea lastrado temporalmente junto con lo malo, poco a poco deja entrever su calidad y su solidez. Es interesante, además, que por fin muchas

compañías admiten las dificultades y reducen sus previsiones para los próximos meses, lo que a menudo les cuesta un fuerte impacto en su valoración (Walmart, Nvidia, Fedex, McDonalds, Ford, Apple, Carmax, Nike, AT&T...).

A nivel individual, compañía a compañía, este horizonte de pocos meses debería ser casi irrelevante para las valoraciones. Y sin embargo no lo es. Así sea, pues gracias a ello estamos pudiendo acceder a inversiones de una calidad y con unas perspectivas multianuales que la irracionalidad había mantenido fuera de nuestro alcance durante años.

Una cosa sí que parece clara – los tiempos más fáciles, cuando todo el índice subía y apenas importaba la selección de valores tardarán algún tiempo en volver. Hasta entonces, y ante lo complejo del marco económico, lo bueno será menos fácil de encontrar y la selección ACTIVA y sensata podrá volver a brillar con luz propia. A nosotros este escenario nos vendrá muy bien.

Inversiones y rentabilidad

En este tercer trimestre el fondo **DIP Value realizó una rentabilidad de +2,6%**, neta de gastos. Nuestras inversiones estrella este trimestre fueron los barcos petroleros y las de infraestructura de gas GNL. Perdimos algo de dinero con nuestras posiciones en materiales, sobre todo en tubo de acero inoxidable. Tal es la paradoja, ya que mantuvimos el tipo muy bien en petróleo y gas, que viven buenos tiempos y mantendrán sólido su consumo de tubo. Por otro lado, sufrimos con nuestras compañías de comunicaciones (sobre todo videojuegos), nuestras principales detractoras. El resto de **nuestras tecnológicas, con las que llevamos la contraria a día de hoy, y que concentran una parte importante del peso del**

fondo nos costaron apenas un -0,1%, gracias a nuestra prudente gestión del riesgo y al buen desempeño de nuestras participadas.

El fondo alcanzó su máximo del trimestre el 25 de agosto. Hasta ese momento se dio lo contrario a la capitulación de junio, y todo subía con fuerza, desde petróleo y gas hasta tecnología – negocios de perfiles opuestos para muchos. Justo a partir del simposio económico anual de Jackson Hole, donde Powell aparentemente cambió su discurso ante el rebote del mercado, el sentimiento dio un nuevo vuelco y todo sufrió el castigo indiscriminado. Sin embargo la racionalidad empieza a asomar y la ingente generación de beneficios y caja, ayudó a que algunas de nuestras participadas conservaran parte de sus ganancias previas.

De cara a los próximos trimestres (y años...), **nuestro foco continuará en la ejecución operativa de nuestras inversiones.** Esto se debe a que el mercado suele responder con gran fidelidad a dicha ejecución. Por otro lado, los vaivenes, capitulaciones, consideraciones y bandazos varios del mercado nos resultan tremendamente impredecibles en su naturaleza. Como con lo primero basta para obtener buenos resultados si se cuenta con un horizonte temporal de inversión razonable, a ello nos ceñimos.

Es importante reseñar, sin embargo, que **tal enfoque, en la ejecución de las operaciones, a menudo nos lleva a tomar posturas que se antojan contrarias al consenso**, y contrarias al ruido imperante. En ningún caso somos dogmáticos, pues la oportunidad de interpretar la realidad bajo otras premisas, y poder llevar la contraria sin perderle el respeto al mercado, puede encontrarse en cualquier negocio (petroleros, semiconductores, fertilizantes, renovables...), y en cualquier región (Europa, Asia, América, etc). Pero en todos los casos es esa cercanía operativa, y la capacidad y la confianza de mirar más allá de los próximos pocos trimestres lo que nos permite aspirar a sólidos retornos, con niveles de riesgo ajustados. Periódicamente, tiempos convulsos como los actuales son inevitables (y hasta necesarios) y ayudan a marcar la diferencia entre

algunos inversores y los demás, y entre algunos partícipes y la mayoría.

En términos de atribución, entre las mejores inversiones este trimestre hay que destacar International Seaways, y una vez más, Torm. Entre las peores cabe señalar Ubisoft y Atalaya Mining.

International Seaways es una compañía estadounidense de transporte marítimo, tanto de crudo como de productos refinados, y nos ayudó con su +77% durante el trimestre. Llevamos años hablando con ellos, y desde que iniciaron su andadura independiente, en 2017, han cumplido exactamente con su hoja de ruta estratégica, a pesar de los innumerables sobresaltos que han tenido que superar. Es éste un claro ejemplo de ejecución operativa, como la que llevaría a cabo cualquier empresario. El mundo es testigo de la explosión de la electrificación de los coches, las regulaciones pro-ESG, Covid, el conflicto de Ucrania, y ahora elevadas tasas de inflación y crecientes tipos de interés. Lois Zabrocky, y su equipo, mientras tanto, han reducido deuda, rejuvenecido la flota, aumentado su escala de manera oportunista durante la parte baja del ciclo, implementado sistemas de control de emisiones que ofrecen opcionalidad, e incluso han encargado algunos de los primeros petroleros impulsados a gas natural a nivel global. Y en ningún momento han dejado de estar listos para la parte favorable del ciclo, que se empieza a notar cada vez con más fuerza. Como no podía ser de otra manera, el mercado, que acaba siendo eficiente, por fin está cristalizando con fuerza todo el valor oculto que han construido durante los últimos años. La generación de caja empieza a ser extrema en el sector, que a su vez está manteniendo la disciplina a la hora de invertir – parece que nos esperan grandes noticias en forma de dividendos, recompras de acciones y aún más reducción de deuda.

Torm ya fue nuestro principal contribuidor el trimestre pasado, y de nuevo nos ha dado grandes alegrías en el tercer cuarto, con un +62%. Similar a

International Seaways, sin embargo, su foco son únicamente los productos refinados, cuyo ciclo de transporte está más avanzado que el de crudo. Su ejecución sigue siendo impecable, así como su gestión del exceso de caja generado. Una vez más, la disciplina impera, lo cual es favorable para disfrutar de un ciclo sano, así como para recibir sólidos dividendos. En el punto en que nos encontramos, es vital permanecer muy cerca de estas compañías, para poder retirarnos a tiempo, ¡pero no antes!

Respecto a **Ubisoft**, el trimestre nos ha dejado un sabor agri dulce, tras su -32%. Se trata de la tercera mayor compañía de videojuegos a nivel global, un negocio en auge, que vivió momentos extraordinarios durante la pandemia. Como alternativa de ocio y entretenimiento ya no hay nada que discutir, en cuanto a la popularidad de los videojuegos para una mayoría creciente de la población. Ubisoft, por su lado, se afana en aprender de algunos competidores en áreas como la monetización y los juegos de móvil. Adicionalmente Ubisoft ha tenido que corregir errores organizativos que desencadenaron en una cultura en ocasiones machista e incluso abusiva. Los problemas son la fuente de los retornos más atractivos ajustados por riesgo, y nosotros llegamos a una conclusión muy favorable respecto a las soluciones que están en marcha. Finalmente, a primeros de septiembre, Tencent compró una participación en la compañía a EUR80/acción, en el rango que nosotros barajamos, frente a la cotización del momento de EUR43. ¡Buenas noticias! Si...o tal vez aún no. A pesar del precio pagado por Tencent, que ya era socio de la compañía, y que confirma el gran valor intrínseco (a pesar de excluir el derecho de voto proporcional), la transacción se estructuró de un modo complejo que en principio no beneficia a los minoritarios. Es por ello que la cotización se desplomó hasta EUR29/acción en la actualidad. Hemos hablado con la compañía y le hemos trasladado nuestro estupor ante la compleja transacción. Y sabemos que no somos los únicos accionistas preocupados.

Por último, **Atalaya Mining** también nos costó dinero en el tercer trimestre, al dejarse un -42%. Su

explotación de cobre en España, en Rio Tinto, le resultará familiar a algunos. Y sin embargo se encuentra bajo el radar para muchos, tal vez por su tamaño relativamente pequeño, o por tener su listado en UK donde se diluye entre tantas otras cotizadas, o simplemente porque muy pocos analistas (y ningún gran banco) escriben sobre ella. Nosotros seguimos la compañía desde hace varios años, y hemos sido testigos de sus avances operativos y de la opcionalidad que Alberto Lavandeira y su equipo consiguen para nosotros en cada oportunidad que se presenta. Atalaya ha sido una de las pocas compañías que tenemos en cartera que sí se ha visto afectada durante estos trimestres por i) la caída del precio del cobre, a consecuencia de la ralentización económica, y por ii) la inflación de costes. Durante estos trimestres, decimos, porque la industria se encargará de ajustar para recurar su rentabilidad, y el precio del cobre subirá si los costes no corrigen lo suficiente. Unos pocos trimestres, sin embargo, cambian muy poco el valor de unas operaciones que se alargan durante años, **siempre y cuando no haya deuda que limite la rampa de despeque. Atalaya está totalmente a salvo en este sentido.** Finalmente, y como anécdota, fue casi cómico ver que Atalaya caía en los últimos días del trimestre por su condición de cotizada en UK, a tenor de la inestabilidad de los bonos de gobierno locales así como de la divisa. Y sin embargo Atalaya gasta en dólares y euros, vende en dólares... y no tiene en UK más que el ticker con que Bloomberg la identifica. No hemos añadido aún a nuestra posición en la compañía, mientras se asienta el polvo de la inflación y la ralentización cíclica. Pero dado el potencial de sus diversos proyectos mineros y metalúrgicos, su jurisdicción mucho mejor que la media y su valoración extraordinariamente atractiva no debería sorprender a nadie que así acabe sucediendo.

En términos globales, **nuestro fondo DIP Value Catalyst apenas ha cambiado desde que lo lanzamos hace 1 año.** Una vez completada la selección inicial de compañías, y una vez logrado el acceso a los mercados locales en Asia, la cartera simplemente continúa su progresión operativa. Según los números del consenso, **la valoración media del fondo es 4,9x EV/ebitda, 8,7x PER y**

8,5x P/FCF, todo en base al año 2022. Esto lo logramos con compañías de gran solidez y con niveles de deuda neta muy reducidos de 1x ebitda (y a menudo con caja neta). Respecto al trimestre anterior, nuestra compañía media ha visto incrementos en las estimaciones de sus beneficios, aunque los leves cambios en los pesos, a favor de algunas de calidad (y valoración) superior a la media han compensado (encarecido) en parte la mejora en las valoraciones. Con todo ello **aspiramos a catalizadores concretos** que harán crecer nuestros resultados más rápido y seguramente ayuden a cristalizar el valor y cerrar la distancia respecto al mercado, (MSCI World a 10x EV/ebitda y 15x PER, con deuda neta 1.1x ebitda; SP500 a 11,3x EV/ebitda y 16,8x PER con deuda neta 1,1x ebitda).

A pesar de la gran calidad actual de nuestra cartera, las condiciones de mercado actuales están poniendo a nuestro alcance diversas oportunidades que podrán complementarla y equilibrarla aún más, en algunas ocasiones puede que a valoraciones superiores a la media actual, pero que en su caso estarán totalmente justificadas. Como siempre decimos, **para nosotros el potencial no lo es todo (fuerza bruta) – la gestión ordenada del riesgo (maña) es algo clave también.**

Entrada de inversiones

Durante el último trimestre apenas hicimos cambios a la cartera. Aunque nuestra intención era añadir algunas inversiones que por fin estaban a nuestro alcance, el rebote del mercado fue extremadamente rápido desde Julio, lo cual nos llevó a movernos con cautela y esperar el momento apropiado. Finalmente sólo añadimos una – **Nordic Semiconductors**, dedicada al diseño de chips de comunicaciones, un nicho en el que controla un trozo sorprendentemente grande del

mercado. Se avecinan diversos catalizadores para NOD sobre los que se escribirán multitud de artículos en prensa general, incluido el Blue Tooth Low Energy Audio, el protocolo de comunicación Matter, que interconectará los dispositivos de cualquier fabricante (Android, Apple, etc...) y algunos más. Tal vez no sea este el momento de entrar en mucho más detalle, pero confiamos que habrá oportunidad en próximas cartas de explicar algunos de los avances que NOD ayudará a traer a nuestras vidas cotidianas.

Salida de Inversiones

Este trimestre apenas hicimos cambios en la distribución de pesos de la cartera. La única salida total fue la venta de Euronav, que reinvertimos en su totalidad en el resto de compañías petroleras de nuestra cartera. Por lo demás, permitimos que los ganadores crecieran, y los rezagados se redujeran, mientras esperamos los niveles adecuados para tomar decisiones de cambio más drásticas.

Liquidez

En el último cuarto **la liquidez se mantuvo a niveles del 10%**, sin apenas cambios respecto al anterior periodo. Como explicábamos hace unas pocas líneas, el mercado se movió muy bruscamente y no nos dio opción de añadir algunas ideas en las que estamos trabajando.

Este exceso de liquidez, producto resultante del resto de inversiones individuales, nos ofrece gran opcionalidad y cierta protección frente a posibles sorpresas negativas.

Errores

En el tercer trimestre de 2022 tuvimos un sobresalto por nuestra inversión en **Ubisoft**. **Comenzamos nuestra inversión cuando su cotización ya estaba un -48% desde su punto máximo**, motivados por diversos cambios y mejoras, y en previsión de catalizadores concretos. Recientemente, lo que a nivel superficial eran muy buenas noticias (Tencent paga EU80/acción, a pesar de no incluir derechos de voto proporcionales, frente al precio del día de EUR43/acción), resultó ser una gran desilusión para todos en el mercado. La estructura de la transacción margina a los minoritarios, y sólo favorece a la familia fundadora, los Guillemot, que están al mando.

Nuestra impresión inicial fue negativa también – a pesar de las promesas y el potencial de mejora en múltiples áreas (incluido ESG), y a pesar de las noticias esperanzadoras durante el reporte trimestral, los detalles de la transacción plantean posibles conflictos de interés, y por ende alimentan la preocupación por la responsabilidad corporativa de los gestores. **Éste podría ser nuestro primer error de inversión en el fondo – valoración equivocada de la integridad del equipo gestor**. Desafortunadamente hemos tardado poco en fallar.

Aunque muchos ya han huido, pensando que Ubisoft está ahora bloqueada y la familiar protegida y fuera del alcance de cualquier otro comprador, por el momento mantenemos nuestra inversión – pero sin aumentar. Creemos que la familia Guillemot tal vez haya cometido un error de cálculo – un inversor activista podría convencer a muchos minoritarios de vender sus posiciones por una prima limitada respecto al precio actual, y lograr fácilmente una participación mayor que la familia y que Tencent, que a su vez presentaría una contra-oferta. En un negocio donde el talento es tan escaso y donde la demanda por contenido es tan intensa (ver la multitud de adquisiciones en los últimos meses, incluido la oferta de Microsoft por Activision Blizzard a \$69bn), Tencent podría

justificar fácilmente pagar de nuevo EUR80/acción, o incluso más, lo que ofrece un jugoso potencial – ciertamente parece una rentabilidad sólida pseudo garantizada...A nivel de riesgo todo lo malo parece estar en el precio ya (aunque con esto pecamos con algunas de las palabras más repetidas por los analistas cuando las cosas no marchan...). Y quedan a la vuelta de la esquina múltiples hitos que podrían reanimar el interés en Ubisoft.

Macro

Una vez más, y a pesar del descanso estival, el trimestre nos trajo multitud de acontecimientos macro y geopolíticos que afectaron a las cotizaciones globales. Tal vez el principal fuera el **simposio económico de Jackson Hole**, donde Powell reafirmó su firme intención de subir tipos en US (que arrastra a casi todo el resto del mundo) para acabar con la inflación, lo cual cayó como un jarro de agua fría sobre los que esperaban que la inminente recesión fuera suficiente para que cambiar su rumbo. La inflación en US continúa a niveles muy elevados del 8.3% en agosto (aunque bajando desde el 9.1% en junio). Algo parecido ocurre en muchos otros países, como Alemania (máximo de 10% en septiembre), UK (9.9% en agosto, bajando desde 10.1% en Julio), etc. Al mismo tiempo, Rusia cesó completamente el suministro de gas hacia Europa, mientras que en Italia, Draghi se vio abocado a dimitir, lo que trajo un nuevo gobierno más inclinado a buscar cambios drásticos. En US se produjo el registro sin precedentes de la residencia de un expresidente (Trump). Y el conflicto de Rusia-Ucrania se sigue alargando, culminando por ahora en la anexión de algunas provincias orientales por Rusia, y con el sabotaje (explosión y vertido de gas) de las tuberías que podrían haber reducido la tensión y suministrado de nuevo a la EU (NordStream 1 y 2). No son buenas noticias en nuestra opinión, ya que se reducen las opciones negociadoras de Rusia, que se puede sentir acorralada. Como se puede apreciar, a medida que aumenta el descontento

social se incrementan las distracciones tanto internas como externas.

En nuestra anterior carta trimestral mencionábamos la necesaria “capitulación”, para que los miedos macroeconómicos del mercado pudieran pasar a un segundo plano.

Concretamente, quedaba pendiente la capitulación de muchas compañías, que deben asumir que vienen tiempos complicados y reducir sus previsiones, y la capitulación de los bancos centrales, que en algún momento cesarán en su contracción monetaria. A este respecto ya estamos “prácticamente ahí”.

Además, esta vez también pasaremos brevemente por **la situación extrema del dólar**.

Capitulación II

Continuando la reflexión del trimestre anterior, podemos decir que **hemos visto avances significativos** en este sentido.

Primero y más fácil, podemos ver cómo muchas **compañías** de incuestionable solidez han reconocido que los meses/trimestres próximos serán mucho más difíciles de lo que habían esperado. Desde Wal Mart y Target (consumo a la baja, descuentos para digerir inventarios), pasando por Fedex (dramático empeoramiento de las condiciones de mercado), AT&T y Verizon (niveles de impagados al alza en telefonía y caída de suscriptores), McDonalds (clientes “trading down”), Nvidia (impactado por el consumo en gaming, por crypto, y por prohibiciones de exportación a China...), Carmax (colapso de sus resultados de venta de coches de segunda mano), Ford (inflación de costes que impactará su beneficio por no poder trasladarlos a precios), Nike (elevados inventarios)...e incluso Apple (reducción del volumen de iPhones vs su estimación anterior).

Es bueno que, poco a poco, el mercado se ha ido poniendo en lo peor, y en casos más recientes, como Micron, ¡los recortes se reciben con subidas! **Las correcciones necesitan “tiempo y distancia”**. Se puede decir que ya hemos cumplido con gran parte de esto.

Por otro lado, queda la capitulación de los bancos centrales. Aunque ya es muy significativo lo que acabamos de ver en UK, donde con pocos días de diferencia el nuevo ministro de economía y el banco central han cambiado sus medidas justo a lo contrario de lo que acababan de presentar. El mercado está empezando a apretar en sitios insospechados, amenaza con romper mecanismos importantes (en este caso, los planes de pensiones), **no pudieron con la presión y capitularon**. Pocos días antes otro operador importante, el Banco de Japón también tuvo que intervenir y defender su divisa, lo cual fue un gran cambio para ellos. Esto implica que **estamos acercándonos al punto en que “algo se rompe”**, y todos se apresurarán a buscar la confianza perdida.

La inflación es la razón por la que todos se han mantenido tan firmes en su contracción monetaria. Ya podemos intuir que ésta no será un problema en pocos trimestres (ISM de precios, inflación futura en 5 años, precios de fletes/materias primas/coches de segunda mano...e incluso inmobiliario en varios países...todos ya con caídas significativas).

Sin embargo, el problema principal es la credibilidad de los bancos centrales. Ellos no se pueden permitir perder esta batalla

(que auspiciaron ellos mismos por su excesivo estímulo durante los últimos 13 años). Por ello han de impedir a toda costa que la inflación pegue el salto a los salarios – subirán tipos aunque provoquen una recesión. Así nadie se atreverá a subir salarios (ni a pedirlo).

El impacto de la contracción monetaria ya es inevitable – **lo sentiremos con todo su peso con 6-12 meses de retraso: como tarde será marzo para**

US, y julio para EU, aunque seguramente antes. Los bancos centrales sólo tienen esta ventana para preservar su credibilidad. A partir de ahí, y entendiendo a los tecnócratas y políticos que nos gobiernan, cabe esperar que vuelvan a estimular, como el que conduce un coche en el barro y da bandazos intentando controlar su trayectoria. Curiosamente, China hizo lo propio casi con 12 meses de antelación...Esta capitulación marcará el punto de partida del nuevo ciclo de los mercados.

El dólar

El dólar sigue siendo la **divisa reserva a nivel global**. **Y sigue comportándose como refugio cuando aumenta la incertidumbre**, y como termómetro del nivel de estrés en el sistema. En la actualidad, el dólar ha alcanzado niveles extremos frente a cualquier otra divisa, y se ven algunos signos de estrés en diversos indicadores de liquidez a nivel global.

El dólar fuerte actúa encareciendo las exportaciones de US, es decir, frena su crecimiento. Es un ajuste monetario que se suma a la subida de tipos. Además, su impacto directo en el valor de los beneficios internacionales se estima que reducirá un -10% los beneficios del SP500.

Para las economías internacionales, el dólar fuerte presiona al alza los precios en moneda local, lo que acelera la inflación aún más. Por ello podría hacer falta subidas de tipos adicionales. Las compañías europeas que venden en dólares, sin embargo, se pueden ver beneficiadas y ganar más en moneda local si consiguen mantener sus precios.

El dólar, en definitiva, es un *hedge* natural para muchas compañías, pero también un freno a sus negocios, que puede amplificar la recesión y las subidas de tipos. **Es un signo de estrés, un termómetro que nos indica que algo está a punto de romperse tal vez, lo cual coincide con otras muchas observaciones. De nuevo, deberíamos estar cerca del final de este ciclo.**

En resumen, el mercado ha progresado en su digestión de los excesos de los últimos 13 años. A

nivel índice no es tan evidente como seleccionando compañías de una en una – ya hay muchas que reflejan una situación de *crash* total, a pesar de encontrarse en el mejor momento de su historia a nivel operativo. Lo vemos trimestre a trimestre y de ahí proviene nuestra confianza. **Por ello nuestra actitud es ofensiva, buscando invertir aún más durante los movimientos de claudicación final** que se presenten, seguramente en algún negocio adicional que nos aporte gran potencial, calidad y diversificación, a través de compañías que hemos admirado durante años pero que se mantenían fuera de nuestro alcance.

Sobre la base de este primer año, esperamos poder aprovechar lo que parece un momento muy propicio para inversores activos como nosotros, y alcanzar rentabilidades que cumplan con nuestras expectativas y las de nuestros partícipes

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