

DIP Value Catalyst Equity 4T 2022

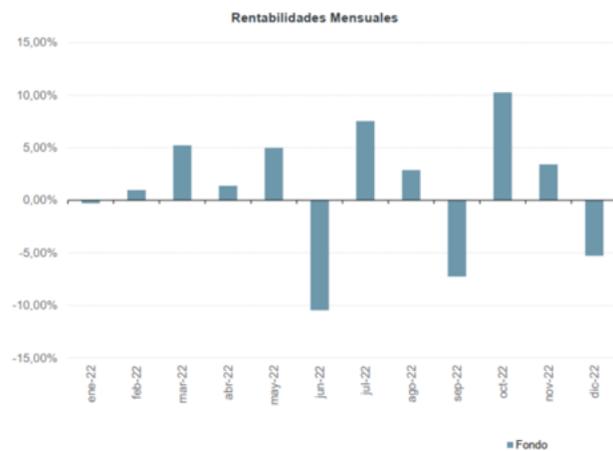
a&g

Estimados partícipes,

El cuarto trimestre de 2022 completa un año histórico en muchos aspectos. **La rentabilidad acumulada de nuestro fondo, el DIP Value Catalyst, durante el año 2022 ha sido del 11.9%, y desde su lanzamiento en octubre de 2021 del +14.7%, siempre neto de costes.**

Rentabilidades mensuales					
Mes	2018	2019	2020	2021	2022
Enero					-0,29%
Febrero					0,98%
Marzo					5,23%
Abril					1,38%
Mayo					5,00%
Junio					-10,47%
Julio					7,54%
Agosto					2,88%
Septiembre					-7,25%
Octubre				2,30%	10,26%
Noviembre				-1,47%	3,42%
Diciembre				1,69%	-5,28%
RA* fondo				2,50%	11,90%
RA* indice					

*RA: rentabilidad anual



El proceso de ajuste y capitulación, al son de la lucha contra la inflación por los bancos centrales globales, continuó durante el último trimestre. Se repitieron los vaivenes del trimestre anterior, con caídas intensas y rebotes fulgurantes, tanto en renta variable como en renta fija. Y casi todos los participantes en el mercado deseaban pasar la página de un año que ha sido difícil para muchos, y en mucho más de un sentido.

Finalmente, el mercado de renta variable cerró su peor año desde la gran crisis financiera de Lehman Brothers en 2008. Pero en esta ocasión no ha habido prácticamente dónde esconderse – la renta fija ha sufrido mucho, con el activo global “más seguro” (bonos de US a 10 años) cerrando su peor año desde 1788, según datos históricos de Deutsche Bank. Como consecuencia, la destrucción de riqueza en 2022, de más de \$36trn, ha sido casi el doble que durante la crisis de Lehman Brothers en activos líquidos. Como contexto, las 500 personas más ricas del mundo juntas han visto reducirse su riqueza en -\$1.4trn – casi tanto como el PIB de España. Y la pérdida ha alcanzado -\$3.6trn en el conjunto de las grandes favoritas de los últimos años (FAAMG – Facebook + Amazon + Apple + Microsoft + Google). El peor castigo en términos porcentuales ha sido para todas aquellas inversiones que carecían de un soporte tangible, como las SPACs, y las compañías sin beneficios que salían a bolsa. A todo lo anterior hay que sumarle los -\$2trn volatilizados en cryptodivisas, y un impacto aún incierto en operaciones de private equity/private debt/private real estate que se asentaban en premisas de crecimiento agresivas y costes financieros excesivamente bajos. Sólo la iliquidez de muchas de esas inversiones, que retrasa la actualización de sus valoraciones, mantiene la apariencia de invulnerabilidad respecto al resto de activos globales...hasta que sea necesario vender. Realmente estamos hablando de pérdidas sin precedentes.

En términos de valoración, el ajuste se antoja adecuado en diversos sectores de los mercados líquidos. Sin embargo, las valoraciones medias aún no se encuentran más que a niveles medios históricos – es decir, la media aún “no se ha pasado de frenada”, como ocurre a menudo. Dicho lo anterior, cada vez son menos las grandes compañías que sostienen dicha valoración media, y más y más se van uniendo a la lista de las oportunidades prometedoras a medio y largo plazo.

Mientras tanto, a pie de calle, la recesión parece prácticamente asegurada – lo que la Bolsa y la renta fija descuentan por anticipado, la economía lo suele sufrir con retraso. Y como nos enseña la Historia, la secuencia de la recuperación seguirá el mismo patrón: la Bolsa irá por delante de la economía.

La recesión se notará en un mayor desempleo y una menor inflación. Son los signos que los bancos centrales esperan con anhelo para poder deshacer parcialmente lo que hasta la fecha ha sido una de las subidas de tipos más rápidas de la Historia. En términos de movimientos de tipos de interés, acaban de pasar de un extremo al otro. Su credibilidad estaba en juego, por haber sido cómplices en el intento fútil de eliminar todo ciclo económico. Y aunque aún no han tenido tiempo de deshacer casi nada de las compras extraordinarias de activos (QE) de los últimos años, seguramente pronto se enfrenten al poder político y a los medios de comunicación, que les culparán de la crisis y el desempleo. Por ello, cada vez queda menos para que terminen de subir tipos y den otro bandazo. Y por entrar en ese juego su credibilidad seguirá en entredicho.

En el mundo real, el de los proyectos empresariales, la contratación de personal, la apertura de tiendas, la construcción de nuevas plantas, el I+D, el control de costes, etc....

...los tiempos inciertos suelen reforzar a aquellos que tienen una visión y una hoja de ruta realista, a los que son flexibles y se adaptan rápido y a los que son prudentes y oportunistas con su balance. Seguimos viendo muchos ejemplos de todo ello en diversos sectores y regiones.

Seguimos viendo cómo el mercado, pasivo, aún se deja arrastrar por el ruido macro, donde el 2022 ha vuelto a demostrar que casi nadie acierta en sus pronósticos. **Nuestra oportunidad**, por lo tanto, la de la **gestión ACTIVA** de compañías, permanece intacta y su ciclo se antoja duradero a lo largo de los próximos años, a no ser que retorne la liquidez infinita y gratuita que beneficia a todas las inversiones indiscriminadamente. Pero ese no es nuestro escenario central ni mucho menos.

Inversiones y rentabilidad

En este cuarto trimestre el fondo **DIP Value realizó una rentabilidad de +8%**, neta de gastos. Nuestra rentabilidad estuvo bastante bien repartida, con la contribución de inversiones en petróleo y gas alcanzando casi un 25% del total, al tiempo que el sector tecnológico aportó casi otro tanto. El sector industrial fue otra fuente de importantes retornos.

Durante este trimestre no hubo ningún sector que contribuyera negativamente. A nivel compañía, Golar se dejó un casi un -16%, New Fortress Energy un -11% y Ubisoft un -6.7%. En Petrofac – vendimos el 24 de Noviembre. Salvamos gran parte de la caída posterior y no realizamos pérdidas este trimestre, aunque desde nuestra entrada en Mayo de 2022 Petrofac ha supuesto nuestro segundo error este año.

A nivel compañía, Kosmos, Befesa y S.O.I.T.E.C. han tirado con fuerza de nuestra cartera.

Kosmos, una de nuestras principales posiciones, continua con su gran ejecución este año tanto en sus campos de petróleo tradicionales en el Golfo de México y Africa Occidental, como muy especialmente en sus nuevos yacimientos de gas en Mauritania y Senegal. Como muchos recordarán, se trata del mayor yacimiento de gas descubierto en décadas en Africa Occidental, y que comenzará su producción a finales del 2023, justo a su socio BP. Sin embargo, el volumen inicial representa sólo una pequeña parte del total. Tal vez por casualidad, o tal vez a consecuencia del cambio geopolítico precipitado por el conflicto en Ucrania,...

...el canciller alemán Olaf Scholz visitó Senegal personalmente en 2022. A continuación, el G7 invitó al presidente senegalés Macky Sall a su cumbre, donde se discutió entre otros asuntos el futuro del gas en la UE. El calado de estos yacimientos va mucho más allá de lo que nadie esperaba tan sólo unos pocos trimestres atrás. Y lo más increíble es que el mercado no refleja prácticamente nada de su valor todavía.

Befesa reaccionó muy bien durante el trimestre. La compañía celebró un evento en noviembre donde explicó sus planes de inversión y crecimiento, una clara aceleración frente al ritmo de los últimos años. A nosotros nos pareció un cambio muy bien medido, que acometen cuando han puesto unas sólidas bases para tal inversión tanto en US como en China, y cuando la solidez de su balance y la ejecución en Europa les permitirán financiarlo todo internamente sin renunciar al dividendo. Con Befesa nosotros habíamos aprovechado la fuerte corrección para reconstruir nuestro peso a finales de septiembre, por lo que pudimos beneficiarnos en mayor medida de ese rebote.

S.O.I.T.E.C. a su vez se recuperó de la corrección de septiembre que afectó especialmente a muchas compañías tecnológicas. La compañía reportó un trimestre muy sólido, y reiteró sus objetivos de crecimiento de ventas de más del 20% para el año, con crecimiento de márgenes, así como su objetivo para el 2026. No olvidemos que recientemente aceleraron la construcción de una planta en Singapur ante las buenas perspectivas, y que a principios de este año dieron luz verde a su nueva planta de SiC en Bernin. No faltan las buenas noticias, y sin embargo no parece que ninguna en concreto marcara el cambio de dirección en el

precio de las acciones de Soitec. En cualquier caso, sí que es aparente cierta independencia respecto al movimiento de otras compañías en sectores parecidos, y pensamos que el mercado está siendo capaz de discernir en base a diferencias operativas, por posicionamiento de mercado y por generación de caja.

Respecto a Golar y New Fortress Energy, realmente ambas continuaron progresando más que adecuadamente.

Golar siguió creando opcionalidad para nosotros sus accionistas – aprovechó el mercado de gas tan favorable y cerró el precio de sus volúmenes a precios extraordinarios para lo que quedaba de 2022 (hasta \$70/mmbtu), y para todo el 2023 y el 50% del 2024 (\$50/mmbtu). Además, aprovechó para hacer líquida gran parte de su inversión en New Fortress (proveniente de su desinversión de activos en 2021), y Cool Co (proveniente de su spin off en 2022) con lo que se encuentra en posición para autofinanciar hasta 3x nuevos proyectos de FLNG. La compañía indicó que anunciaría al menos un proyecto en la segunda mitad de 2022... lo cual no ocurrió. Tal vez sea eso lo que le haya pesado este trimestre. Sin embargo, el nivel de confianza parece ser cada vez mayor, y el equipo de Golar ha preferido no sacrificar los términos de su siguiente etapa de crecimiento por cumplir con ese límite temporal autoimpuesto. No hemos visto aún razón alguna para cuestionar la solidez de los objetivos que seguimos anticipando en Golar.

A su vez, New Fortress Energy está siendo capaz de navegar el 2022 de manera muy creativa y oportunista también. Durant este trimestre NFE no sólo ha aprovechado los elevados precios del gas gracias a su capacidad para redirigir los volúmenes desde clientes parados hacia otros nuevos, sino que también ha aumentado su objetivo de ebitda para el 2023 en un 66%. Adicionalmente NFE ha actualizado su política de dividendo por la que a partir de ahora distribuirá el 40% de su ebitda (13% yield según último precio). Y todo ello sin frenar su aumento de capacidad y ebitda, con poco endeudamiento. Por todo lo anterior nos mantenemos firmes en nuestra inversión en NFE.

Ubisoft no se movió gran cosa, pero destacó por no haber sido capaz de seguir al resto del portfolio. Nos reunimos con la compañía en persona en noviembre. Su foco continúa en la entrega de los títulos en los que llevan trabajando varios años. Aún explican que los retrasos por Covid les han costado, pero su nuevo foco en el control de costes y la disciplina a la hora de invertir está firmemente marcado. El movimiento corporativo con Tencent sigue sin corregirse y no envía el mensaje adecuado respecto a la alineación de intereses de la familia fundadora. A pesar de todo seguimos pensando a día de hoy que la mejor opción es esperar a que los nuevos juegos lleguen al mercado y nos ayuden a tomar la decisión final – por ahora parece que Mario and Rabbids ha conseguido muy buenas críticas, y algunos más así deberían empujar con fuerza hacia arriba en generación de caja y en valoración.

De cara a los próximos trimestres (y años...), **nuestro foco continúa en el día a día de cada participada.** Cada vez que el mercado reacciona con violencia ante acontecimientos macroeconómicos, si éstos no perjudican sus planes, nuestra visibilidad y nuestra confianza permanecen inalteradas. Esta confianza proviene de haber comprobado a lo largo de tantos años que **el mercado realmente es un mecanismo bastante sencillo**, que refleja el desempeño operativo, los beneficios y la generación de caja, con gran fidelidad – aunque en ocasiones con retraso. El ciclo que ya acabó, deja atrás un periodo atípico de liquidez ilimitada. El nuevo ciclo que está comenzando es muy probable que no disfrute de tanta liquidez, y que por lo tanto haga más necesario que en el anterior un estilo de inversión activo, que seleccione compañías y proyectos concretos en busca de esos beneficios y esa generación de caja, en lugar de simplemente las compañías más grandes o las más populares (especialmente no las últimas). **Siendo muy activa la selección de proyectos, sin embargo, la rotación en el DIP Value Catalyst seguramente seguirá siendo muy baja, como lo ha sido hasta ahora.** Los proyectos de inversión que seleccionamos suelen tener un ciclo de vida operativo de más de 1 año, y es la realización de dichos proyectos la que con más frecuencia nos lleva rotar el portfolio.

Según los números del consenso, **la valoración media del fondo a cierre del año es de 5.4x EV/ebitda, 8.8x PER y 10.1x P/FCF**, todo en base al 2022. El ligero cambio en los múltiplos de valoración respecto al cierre del trimestre anterior se debe principalmente a la reducción de nuestra exposición a barcos petroleros (enormes generadores de caja). En términos de deuda, seguimos teniendo una colección de compañías poco endeudadas a 1x ND/Ebitda, o incluso 0.7x ND/ebitda si tenemos en cuenta el valor de diversos activos ocultos, a precios de mercado. 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 10.9x EV/ebitda y 16.7x PER, con deuda neta 1.3x ebitda; SP500 a 12.8x EV/ebitda y 18.6x PER con deuda neta 1.3x ebitda).

El mercado sigue ofreciéndonos compañías de gran calidad que hace tiempo que no estaban a nuestro alcance. Los movimientos tan bruscos de los últimos meses nos han dificultado terminar de apretar el gatillo, pero confiamos en poder añadir alguna en los próximos trimestres. Y para acabar con una frase ya repetida del pasado, **para nosotros el potencial no lo es todo (fuerza bruta) – la gestión ordenada del riesgo (maña) es algo clave también.**

Entrada de inversiones

En el último periodo no hicimos apenas cambios en la cartera. Seguimos trabajando para añadir alguna de las oportunidades que por fin nos ofrece el mercado, pero los bruscos vaivenes en ocasiones lo dificultan. Hafnia es una empresa de petroleros que fue añadida sustituyendo a Torm – no cambia la tesis general de inversión, pero Hafnia nos da la oportunidad de resetear el reloj en la misma, ya que avanza con cierto retraso, y ofrece una gran calidad

de gestión y de flota. Por otro lado, hemos iniciado una posición en una compañía que preferimos no desvelar por el momento – aún estamos en proceso de construcción de esta inversión y preferimos ser discretos hasta algo más adelante.

Salida de Inversiones

De nuevo, no hay muchos cambios.

Torm es la principal salida, tras su gran rentabilidad acumulada (+237% en el año, hasta nuestra salida). También redujimos peso en International Seaways y en DHT. Aunque añadimos Hafnia como ya comentamos, el ejercicio en su conjunto fue de reducción del riesgo por el peso total acumulado en petroleros, desde cerca del 14% hasta el 10%. En cualquier caso, éste se mantiene como un peso muy importante para nosotros - las perspectivas para el sector y la disciplina de los operadores siguen intactos. En breve se verá el impacto de las sanciones por el G-7 al petróleo ruso (5 Diciembre) y al producto refinado ruso (5 Febrero), lo cual complicará sobremanera la logística. Para muestra un botón – China acaba de incrementar en dos ocasiones sus cuotas de exportación de producto refinado. ¡Shandong está múltiples veces más lejos de Europa que el Báltico!

Además, hubo ligeras variaciones debidas a las respectivas rentabilidades, que explican cierta dilución pasiva del peso en Golar y New Fortress Energy, donde nuestra convicción sigue siendo máxima.

Un cambio final fue la salida total de Petrofac – un error que comentaremos brevemente en la siguiente sección.

Liquidez

En el último cuarto **la liquidez se mantuvo a niveles del 10%**, sin apenas cambios respecto al anterior periodo. Como siempre explicamos, este exceso de liquidez, producto resultante del resto de inversiones individuales, nos ofrece gran opcionalidad para aprovechar oportunidades y cierta protección frente a posibles sorpresas negativas.

Errores

En el cuarto trimestre de 2022 cristalizó un error sin paliativos, en Petrofac. El error se produjo cuando decidimos invertir, en Mayo, y cada vez que revisábamos el caso, charlábamos con la compañía, y llegábamos a la conclusión de mantener la inversión. La tesis era sencilla, lo cual suele ser un buen punto de partida. Y en un sector que conocemos relativamente bien, relacionado con el petróleo/gas/refinería/petroquímica. Petrofac es una ingeniería que diseña y construye proyectos de EPC (engineering, procurement, construction). Su fundador Ayman Asfari la llevó de la nada, a una de las más exitosas a nivel global. Su relación privilegiada en UAE y otros países de Medio Oriente, y su base de costes más eficiente, les permitió crecer y triunfar. Petrofac sin embargo, tuvo que enfrentarse a la parte dura del ciclo desde el 2015, con la complicación añadida de un pleito por corrupción, que siempre negaron. Pero las sospechas les eliminaron de la lista de contratistas de algunos de los mayores clientes del mundo (Arabia Saudi, UAE, Irak), y la sombra amenazante de la posible multa de GBP800MM era un riesgo cada vez más asfixiante. Finalmente, en la primera mitad de 2022, se firmó el acuerdo por el caso con el SFO (Serious Fraud Office, en UK), y la multa quedó tan sólo en GBP77MM. Rápidamente UAE les reinstauró en la lista para proyectos futuros. Y otros les deberían seguir a continuación. Nosotros invertimos en ese punto, confiando en las previsiones de la compañía de que la caja bloqueada como capital circulante (entorno a GBP400MM) pronto volvería a fluir, y que el

volumen de nuevos contratos sería el comienzo del nuevo y necesario ciclo de inversión en la industria de petróleo global – perfecto para ellos. Pero en el reporte del segundo trimestre (agosto), el capital circulante aumentó en vez de reducirse. Y aún los contratos no llegaban... La compañía nos explicó que algunas cosas estaban tardando un poco más, pero su confianza era total. Nosotros les dimos crédito, pero los catalizadores de acierto o error estaban claros en nuestro proceso: contratos antes de fin de año, y reducción del circulante. Desafortunadamente, al poco tiempo nos enteramos de que el responsable de IR (relación con inversores) se había marchado. Y aún peor, poco después el CEO, Sami Iskander también abandonó la nave. Sami había liderado la reestructuración del balance, las negociaciones con el SFO, y hasta hace poco las negociaciones para el recobro del circulante y los nuevos contratos. La tesis de Petrofac se antojaba muy difícil sin un CEO fuerte y creíble.

Tras pocos días de consideración, asegurándonos de entender la situación en su totalidad, salimos de la posición por completo. Este proceso de inversión sencillo e intuitivo nos ayudó en esta ocasión y limitó la pérdida (que no era para nada significativa en cualquier caso por tratarse de una posición reducida mientras los catalizadores encajaban)

En cierto modo un error que no pierde dinero parece que sea menos error. Ciertamente cumple su función de dejarnos volver a intentarlo. Con nuestro proceso de inversión, seguiremos intentando evitar todo tipo de error posible. Y cuando los cometamos, que reaccionemos rápido y bien, y que nos cuesten poco.

Macro

Cada año, cuando se comienza el siguiente, surge la necesidad profesional en muchos de predecir lo que viene a continuación. O tal vez sea una tentación, de demostrar que unos saben más que otros. Para los más inteligentes se queda en un alarde gimnástico, de marcar posibles extremos en el mundo que nos rodea, extremos que en ocasiones resultan hasta cómicos.

Como se suele decir, **la realidad a menudo supera a la ficción**. Si echamos un vistazo atrás, **siempre “pasamos cosas”**, y nadie esperaba Brexit, o Covid, (y luego habría como mucho “uno o dos contagios”). Pero tampoco se esperaba el conflicto de Ucrania, la inflación era transitoria, y los tipos en 2022 subirían como mucho 75bps. Lo que ha quedado claro una vez más es que nadie tiene LA bola de cristal. Ni siquiera los bancos centrales, de quienes se estudia hasta el “cómo y con qué palabras” dicen lo que dicen (“fedspeak”).

Dado lo complicado de realizar buenas predicciones, “sobre todo sobre el futuro”, y dejando que otros cubran ese terreno de manera más exhaustiva, a nosotros también nos parece útil centrarnos en algunas “no predicciones”. Así es como enfocamos la construcción de algunos de nuestros casos de inversión - para el mercado de petróleo y gas, donde mantenemos inversiones importantes, los semiconductores, los cierres por Covid y la política monetaria y los riesgos ocultos que acarrea.

Petróleo y gas, de nuevo

Sobre el petróleo y el gas, **nos atrevemos a NO predecir una fuerte caída de su demanda** durante los próximos años, y hasta nos atreveríamos a estirarnos un par de décadas. Nuestros comentarios rápidos son dos: 1) en la historia de la humanidad **no se reduce nunca el consumo per**

cápita de energía en su totalidad, ya que el dicho consumo es la principal fuente de mejora en la calidad de vida/alimentación/longevidad/tamaño de la población. En el mejor de los casos, el volumen consumido de petróleo y el gas se pueden mantener estables...y el crecimiento adicional sería atendido por nuevas fuentes de energía, desde renovables, hasta la eterna promesa de la fusión nuclear (en unas décadas tal vez...). Y 2) por el lado de la oferta, si no se invierte en mantenerla, la producción anual de petróleo y gas declina a la tasa geológica, lo que lleva a precios más elevados para suscitar la respuesta inversora. Cualquier injerencia política (impuestos especiales, oportunistas y de cortas miras) o mediática (demonización sin un plan de transición realista) no son más que ruido y distracciones que terminan pagando los eslabones menos favorecidos de la cadena, en forma de mayores precios, y en el peor de los casos, conflictos armados. El 2023 no se presenta diferente del 2022 - sigue haciendo falta petróleo y gas, y no se invierte lo suficiente. Nosotros aportamos nuestro granito de arena en este campo, invirtiendo en buenas compañías, para que a su vez puedan llevar a cabo la inversión que hace falta.

Semiconductores

En semiconductores, **nos atrevemos a NO predecir ningún cambio - esta vez tampoco es diferente**. Aunque pueda sorprender aún a muchos, los semiconductores, que se encuentran en todo tipo de chips - desde los más avanzados, en naves espaciales, a los más básicos, en electrodomésticos - es donde ya se está librando el siguiente conflicto geopolítico. Su proliferación aumenta desde hace décadas - muy parecido al caso de la energía antes descrito: porque aumentan nuestra calidad de vida. A día de hoy ya se reconocen como LA PALANCA clave del crecimiento económico (análisis y eficiencia de datos, machine learning, Inteligencia Artificial, etc) y militar (sistemas militares avanzados y conectados, autónomos, etc). De nuevo, como con la energía, no hablamos de algo discrecional, sino de algo imprescindible. La competencia económica primero, que permite que China crezca y pueda seguir incrementando su gasto militar, preocupa a los EEUU. En segundo

término, el diseño de sistemas militares tan avanzados como los americanos es también un quebradero de cabeza para ellos. Sobre esas dos premisas, con Biden en 2022 se ha endurecido sobremanera la política de acceso de China a la tecnología americana para todo tipo de productos, incluidos muchos de consumo. EEUU intenta retrasar lo inevitable. En cualquier caso, la inversión y el avance en este campo no cesará – es de importancia estratégica global. A nivel de inversión, lo arriesgado es apostar que lo que ha sido imparables durante décadas, y ha ayudado a acelerar las mejoras en calidad de vida (y ahora también en protección medioambiental, emisiones, etc.) se va a dar la vuelta, a pesar de los claros signos de importancia geoestratégica – esa no es nuestra postura. Gracias a la corrección en bolsa global, hay mucho valor en algunos de estos negocios para alguien con nuestro proceso de inversión.

Covid - China

La predicción menos difícil en este sentido es que China NO va a permanecer cerrada. Por el contrario, pronto volverá a la normalidad, como cualquier otro país. Y cuando la actual ola de contagios pase, China volverá a preocuparse de seguir avanzando y creciendo, lo que nos brinda estupendas oportunidades.

La pandemia global fue totalmente inesperada. Fue terrible en muchos aspectos, y nos puso a todos a prueba. En muchos ha dejado huella, y es natural que ese mal sabor de boca lleve a temer que se repita. Sin embargo, lo normal es que el 2023 sea mucho mejor que el 2022 en este aspecto, y que poco a poco Covid 19 no sea ni más ni menos que un acontecimiento histórico. El último gran avance está ocurriendo en China, donde tras su XX Congreso del PCC en octubre, sin duda acuciado por las protestas masivas, Xi Jinping tomó medidas drásticas en noviembre y diciembre para cesar los tests masivos, el confinamiento y las cuarentenas.

La narrativa del partido ha dejado atrás el miedo, y se enfoca en avanzar y adaptarse.

Política monetaria: riesgos y oportunidades

Finalmente, nos atrevemos a esperar que **la política monetaria NO volverá a ser tan laxa**. Volvemos a la normalidad y en el ciclo que ahora comienza no habrá liquidez gratuita e ilimitada. **Los últimos 13 años fueron la excepción, o el experimento, y no la regla.**

Durante los últimos 13 años la política monetaria global se enquistó en lo que fueron medidas excepcionales para evitar que el colapso de Lehman Brothers se tornara en depresión. A partir de ahí a algunos les pareció buena idea evitar que el ciclo económico actuara para corregir los excesos – para eso hace falta la parte baja del ciclo. Lo cierto es que este modus operandi venía de antes, desde el estallido de la burbuja de internet. Y cómo son las cosas, en 2022 estallaron otras burbujas, afectando con especial virulencia de nuevo a los sectores económicos más innovadores (crypto, SPACs, salidas a bolsa sin beneficios, etc.). Muchos de esos proyectos han sufrido caídas del -60% /- 99%. Y han arrastrado a proyectos sólidos con ellos. El cambio de ritmo en política monetaria precipitado por la inflación también está abriendo brechas en la línea de flotación de activos de renta fija – incluidos planes de pensiones-, private equity, productos estructurados, etc. Finalmente, este año empezamos a ver signos de capitulación (gobierno de UK por sus planes de pensiones, gobierno de Japón por su moneda y su política monetaria, gobierno de China por la financiación de su sector inmobiliario, además de su política contra Covid), por no hablar de los inversores profesionales y particulares. **Ya se han “roto cosas” (fondo Archegos, FTX – Crypto, Blackstone REIT suspenso de salidas...)**. Y aún puede romperse alguna más.

El cambio de ritmo en política monetaria, que finalmente fue mucho más rápido de lo que tantos predecían, impacta con retraso y en breve se verá su efecto en el desempleo. La inflación bajará por el efecto de la base de comparación – pura

matemática -, y porque muchas de las distorsiones se debían a desajustes temporales en la cadena de suministro.

Cuando la política monetaria se acabe de normalizar podremos decir que un nuevo ciclo económico está en marcha. Será distinto del inmediatamente anterior, y la Historia sugiere que por su inflación y sus tipos algo más altos - tal vez sea más parecido a lo normal...

...y de gran ayuda para diluir los elevados niveles de deuda global. Dado el rango de posibilidades, no resta si tus inversiones tienen poder de fijación de precios (por si hay inflación) así como un balance muy saneado y equipos gestores oportunistas (por si hay una recesión profunda). Así gestionamos nosotros esta incertidumbre, en vez de intentar maximizar la rentabilidad objetivo para un escenario muy estrecho.

Respecto otras cuestiones, como el conflicto de Ucrania, poco valor podemos aportar - sólo nuestros deseos de que se resuelva lo mejor posible cuanto antes. Igualmente, esperamos que las tensiones que permanecen bajo la superficie en otros ámbitos (China - US) no lleven a problemas más graves. Tal vez si los medios de comunicación sirvieran más como plataformas de información neutrales la opinión pública podría ayudar a sus políticos decidir. Veremos en qué queda el asunto Twitter.

Con tanto "ruido" a veces es fácil distraerse. Pero nosotros, cuando llegamos a encrucijadas imposibles de resolver siempre volvemos al punto de partida: no nos hace falta saber las

soluciones a todas las incógnitas; a menudo nos basta con saber cuáles NO SON las respuestas a algunas de las cuestiones. Y cuanto más cerca de los proyectos empresariales nos mantengamos mejor...

...pues menos variables tendremos que controlar para no fallar, y poder lograr nuestro objetivo de rentabilidad.

Sobre la base de este primer año, esperamos volver a aprovechar lo que parece un momento propicio para inversores activos, 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