



Metagestión SGIIC
Carta Trimestral
1T2023

“Porque se levantarán falsos Cristos y falsos profetas, y harán señales y prodigios para engañar, de ser posible, aun a los escogidos... Velad, pues, porque no sabéis cuándo vendrá el señor de la casa; si al atardecer, o a la medianoche, o al canto del gallo o a la mañana”.

Marcos, capítulo 13: 22 y 35

Con este tan inusual e inesperado versículo del Nuevo Testamento, iniciamos en Metagestión una nueva etapa de comunicación con nuestros partícipes. Volvemos a una senda de interacción de la que desafortunadamente estuvimos ausentes mucho tiempo con la idea de volver a los principios que siempre han formado parte de nuestra gestora.

Lo hacemos de una manera un tanto profética, intentando posicionar nuestro mensaje con el complejo panorama que afrontamos. No hay nada más tentador que erigirse en advenedizo de una crisis, especialmente cuando se atraviesan momentos turbulentos. En esa psicología de masas imperante hoy, el espíritu más influenciado es sin duda el del inversor, cuyas decisiones se reconducen en base del postrero dato económico publicado, la más reciente secuencia de subidas o de bajadas y, cómo no, de la última opinión leída.

Es por ello por lo que **no buscamos erigirnos como un falso profeta que alerta de una gran crisis financiera**. Un análisis honesto y sincero de lo ocurrido en el mundo en los últimos 30 años nos debería llevar a afirmar que una profunda recesión y un doloroso mercado bajista son solo cuestión del cuándo, no del cómo. Sabemos que algo va a ocurrir, pero el aprendizaje de episodios recientes también son circunstancias que nublan el *timing* de los acontecimientos esperados. Y es que por cada episodio de extraordinario riesgo acaecido en este nuevo siglo ha surgido una respuesta tan contundente que es lo que posibilita que inversores, contribuyentes y ciudadanos hayan llegado hasta aquí, en apariencia, sanos y salvos.

Para quien no conozca a **John Hussman** (ver Hussman Strategic Growth Fund) conviene advertir que la enorme clarividencia de sus ideas no se corresponde con el *performance* acumulado de sus fondos hoy en día, si bien en sus inicios fue simplemente brillante. Su gestión se inició en el año 2000, siendo una de las escasas voces independientes que preparó a sus inversores para navegar por los turbulentos 2000-2002 y 2007-2009. El *performance* acumulado desde el

lanzamiento de su estrategia hasta la quiebra de Lehman fue de nada menos que de un 445%, que compara con un 108% del S&P con dividendos.

En noviembre de 2013, coincidiendo con el Q3 en Estados Unidos, Hussman dijo que el problema de las burbujas es que te obligan a decidir si parecer idiota antes del pico o idiota después del pico.

Buscando un símil con la ficción cinematográfica, lo ocurrido con los bancos americanos este trimestre pasado es una de esas señales rojas parpadeantes en la consola de una central nuclear que un técnico golpea inocentemente con su dedo índice respirando tranquilo, cuando la señal de alarma queda apagada por arte de magia.

En los mercados no hay suerte, solo hay consecuencias. Si un banco quiebra se debe a múltiples factores, nunca a la casualidad. Mala gestión, decisiones de inversión erróneas, complacencia o simplemente un efecto sobrevenido de arrastre, pero nunca por efecto de la divina fortuna.

El **Silicon Valley Bank** —una subsidiaria del SVB Financial Group— era conocido por otorgar financiación a empresas de capital riesgo y *startups* eminentemente dentro del sector tecnológico. Cayó fulminado en apenas unos días simplemente porque nunca contempló que los tipos de interés pudieran subir después de una década de tipos ultra bajos. La fuga de depósitos amenazó su solvencia y nadie le concedió el capital necesario para compensar esa hemorragia de capital. Pecó de complaciente y su penitencia fue la liquidez.

Estamos hablando de una entidad con un balance de 209.000 millones de dólares, ligeramente más pequeña que Banco Sabadell. La crisis se cerró con la liquidación y la imposición de severas pérdidas a sus depositantes. Y no fue poca cosa, ya que el 89% de sus depósitos (155.000 millones de dólares) no estaban asegurados.

Signature Bank se hundió por el efecto contagio, el mismo que estuvo a punto de llevarse por delante a otras entidades de similar tamaño en esas turbulentas semanas. Igual que sucedió en 2008 cuando el estallido de las *subprime* llevó a la quiebra de Lehman Brothers y arrastró a no pocas entidades.

Credit Suisse, una entidad centenaria y de enorme peso mundial, ha sido testigo de los acontecimientos más relevantes de la humanidad en casi los últimos 170 años. Tres revoluciones industriales, dos guerras mundiales y un sinfín de secretos en sus cajas fuertes. En los últimos treinta años ha sido un continuo

generador de escándalos, pérdidas y sanciones. El Credit Suisse tiene prácticamente el mismo tamaño que Caixabank y ha sido rescatado gracias a las garantías otorgadas por el estado suizo.

Quien piense que cuando un banco cae no hay consecuencias en el sistema es posible que se haya perdido los últimos 15 años, los más convulsos de la banca posiblemente en toda su historia. El problema de base es entender que el legado de un banco va más allá de las pérdidas que impone a sus accionistas, bonistas, y lamentablemente, a sus clientes.

Cuando una entidad financiera es rescatada se produce una crisis de confianza. Este es el elemento fundamental para entender correctamente un banco y curiosamente el activo intangible menos valorado por parte del consenso, que ingenuamente cree que el valor de una entidad está en sus beneficios o en sus fondos propios. Un banco es lo que es gracias a que emite una promesa de pago que se genera en el momento en el que un ahorrador abre una cuenta, deposita su dinero y cede su custodia. Si de entrada no confía en el banco nunca pasa por la casilla de salida. Es así de sencillo. Eso es precisamente lo que le permite emitir deuda y financiarse, porque hay confianza en su capacidad para responder a los compromisos.

Volviendo a las profecías, lo fácil en este punto es vaticinar la llegada de vientos y tempestades contra los bancos en su momento más débil. Nuestra función como gestores no es decir en qué no invertir sino únicamente no invertir donde vemos riesgo. Tampoco queremos ser adalides contra un sector. En nuestra opinión el sistema es suficientemente sólido siempre porque nuestra convicción está en que el problema real no está en los bancos sino en lo que da soporte al sistema. Pero eso es otro debate de mayor alcance que no viene al caso.

Insistimos en la idea de que nuestro cometido está muy lejos de atacar o defender un sector y sí en buscar oportunidades para establecer una estrategia de inversión plasmada en nuestros fondos desde la opinión que nos merece el posicionamiento del ciclo y sus riesgos.

Lo que es innegable es que una crisis financiera abierta acaba convirtiéndose en sistémica. Lo acontecido de 2008 en adelante es tan evidente que no hace falta elaborar mucho más la idea. Como también lo es reconocer los elementos de intervención comunes que pasan por los sospechosos habituales. En el caso de SVB, la Fed intervino en 48 horas y con toda la contundencia necesaria para evitar que el sistema

colapsara, algo que estuvo muy cerca de suceder. Idéntico a lo acontecido con el Credit Suisse.

Siendo conscientes de la enorme trascendencia de los acontecimientos, los hechos recientes son los que confirman el riesgo de colapso. Según datos que hemos recopilado, solo en los cinco años siguientes a la Gran Crisis Financiera un total de 465 bancos quebraron en el sistema financiero norteamericano. No hace falta recordar lo que pasó en España con las cajas de ahorro que desaparecieron en un 95%.

Si hemos llegado donde estamos no es porque se haya producido una selección natural de tipo *schumpeteriana*, sino porque hay un garante perpetuo del sistema que viene respaldado por el emisor de deuda y de moneda. En otras palabras, que la Fed actúe tiene como garantía el hecho de que el Tesoro pueda respaldar cualquier actuación emitiendo deuda denominada en dólares.

Si la visión unánime es que esto no va a cambiar, predecir lo que puede pasar a corto plazo es relativamente sencillo, pues la intervención pública actuará de cortafuegos. Si la convicción es que uno de estos amagos acabará en tragedia, las medidas que hay que tomar se alinean con algunas de nuestras tesis de inversión.

En uno u otro caso, nuestras carteras están posicionadas para sacar ventaja atendiendo siempre a nuestras políticas de inversión y los límites que establecen.

Fusión de Internacional

Hilando con nuestros fondos, queremos hacer hincapié una vez más en la reciente fusión de Metavalor Internacional con Meta América USA que tuvo lugar el 8 de marzo. Aunque comunicada convenientemente en diciembre y siempre amparada por la supervisión del regulador, creemos que no está de más explicar de nuevo los motivos de este proceso.

Básicamente lo que hemos buscado es **dotar de mayor eficiencia a nuestra oferta de producto buscando un beneficio para nuestros participantes.** La fusión por tanto se realiza en el ámbito de ganar una mayor flexibilidad y eficiencia en la gestión, compensando a cambio un ahorro de costes por la bajada de comisiones que se realiza por partida doble, ya que aprovechamos las clases emitidas del fondo absorbente (Meta América USA) para conseguir un escalado a la baja de comisiones desde el fondo absorbido (Metavalor Internacional). Todo sin cambiar la política de inversión de nuestro fondo con más recorrido potencial (Metavalor Internacional), cuya cartera

queda integrada en Meta América.

Sirvan algunos datos como ilustración de las características que explican Metavalor Internacional y el porqué del paso. Un 43% de nuestras compañías recompran sus propias acciones lo que permite mejorar la valoración de una cartera que en términos medios ponderados cotiza a 12x beneficios. Esto se produce gracias a una generación de caja sólida y consistente que, de nuevo en términos medios ponderados, supera el 10% de FCF *yield* para al menos un tercio de nuestras posiciones. Por si fuera poco, un 50% de nuestras compañías tienen una posición neta de tesorería positiva.

Por lo tanto, damos este paso con la convicción de que nuestros partícipes se benefician de una actuación orientada a mejorar la estructura de gestión y a compensar por este trámite con unas menores comisiones de gestión. Por todo ello, queremos pedir disculpas nuevamente por aquellos inconvenientes generados en este intervalo de tiempo pero que siempre se han producido en aras del interés de nuestros partícipes.

Perspectivas para el próximo trimestre

El año está evolucionando tal y como esperábamos: viento cambiante que en ocasiones es de cola, pero en no pocas viene de cara. Si nuestra gestión se orientase de forma pasiva, que en nuestra industria representa tres de cada cuatro fondos, nuestra estrategia no se diferenciaría y se limitaría a dejarse llevar con el viento.

Es por ello por lo que las carteras están construidas como una selección de buenas ideas plasmadas en muy buenas compañías. En Metavalor Internacional, por ejemplo, nuestro posicionamiento hacia el segmento *small caps* y emergente nos confiere una diferenciación natural respecto a fondos de similar categoría. Lo que le diferencia todavía más es la selección de compañías en un fondo concentrado y de alta convicción.

Nuestra estrategia de comunicación no busca vender una expectativa de revalorización por lo que no facilitamos el potencial de nuestro fondo, pues se trata de una estrategia de *marketing* con la que no nos sentimos cómodos. Pero el margen de seguridad es notable, algo que solo se consigue con consistencia en el análisis y la búsqueda del valor potencial en nuestras ideas.

Un punto interesante que destacamos es el posicionamiento en sectores que son estructurales. El peso

que tenemos en energía, mineras y compañías de *oil services*, es un claro ejemplo de cómo luchar contra las modas imperantes que dicen que si un color (negro) no se adapta a la imposición de una norma (verde), no es válido. Nada más lejos de la realidad. Nuestras ideas en este ámbito precisamente contribuyen a que la transición sea modélica pero, sobre todo, ordenada. No se puede transicionar a un modelo de viviendas ecológicas sin los materiales, la mano de obra ni la energía para construirlos.

Esto nos otorga una defensa natural frente al miedo imperante en el mercado ante un posible riesgo en los bancos. Nuestro posicionamiento es inexistente en el caso de Metavalor Internacional y relativo en Metavalor ya que, aun con todo, los bancos van a publicar cifras que al consenso le gustarán, por lo que desde un punto de vista oportunista vamos a seguir jugando esa baza.

Entretanto, seguiremos atentos desde la barrera a esa lucha que mantienen los bancos centrales con la inflación que tan atareados tienen a los estrategas de inversión y al consenso. Mientras todo se simplifica a palabras tan arbitrarias como *pivot* o *dots*, nuestra opinión es que el ciclo hay que verlo desde las propias empresas analizando cómo emplean el capital. Esos son los deberes que nos marcamos para este trimestre dejando para el consenso el dudoso mérito de acertar con el decimal de un dato.

Alberto Roldán

CEO y director de inversiones
Metagestión SGIC