



---

Metagestión SGIIC  
Carta Trimestral  
3T2023

*“Predecir la dirección de los mercados financieros es como tratar de adivinar la dirección del viento con una veleta. Puedes mirar las señales y los indicadores, pero en última instancia, la verdadera dirección puede cambiar en un instante. La clave del éxito radica en adaptarse y navegar con gracia cuando el viento cambia de rumbo”*

Hemos empezado nuestra carta trimestral con una reflexión que, aun siendo compartida, no es nuestra sino el producto de interactuar con una Inteligencia Artificial. Asombrados por las respuestas y la precisión de algunos comentarios, le pedimos definir el concepto de rebaño contextualizado en los mercados. Pues bien, la IA define el término “rebaño” como *un comportamiento de inversión en el que los participantes del mercado tienden a seguir las decisiones o acciones de la mayoría en lugar de tomar decisiones basadas en un análisis individual de los activos financieros. Una forma de actuar que se asemeja al comportamiento de un rebaño que sigue la mayoría de sus miembros sin una reflexión crítica.* La cita con la que abrimos nuestra carta también fue extractada de ese diálogo.

Cuando el mercado se agarra a una narrativa, aunque sea contraria a la propia conciencia de los inversores, lo normal es que la toma de decisiones se haga bajo condiciones de incertidumbre. En esos casos acertar se vuelve casi imposible. Cuando el rebaño se asusta, las ovejas tienden a mirarse unas a otras sin saber qué hacer hasta que una, por el motivo que sea, da el paso valiente pero equivocado y arrastra a las demás hacia el desfiladero.

Las dudas no son el mejor consejero de un inversor. Definitivamente, la experiencia de muchos años nos hace creer que una cosa son los principios y otra los finales. Como en los cuentos de hadas.

Ahondando en el factor emocional al que tantas y tantas veces hacemos mención, y que nos tememos que no serán pocas, Warren Buffett dijo que la mayor parte del tiempo no tenemos ni idea de lo que va a pasar, *“a veces, el viento sopla a tu favor, y a veces en contra. Pero a menudo, es mejor simplemente izar las velas y navegar con él”.*

Agosto y septiembre exponen muy bien lo que vamos a contar en nuestra carta. A la vista del rebote de junio y julio, se podría pensar que la evolución de los mercados iba a ser tranquila. Pero esto no fue así. El viento parece que ha empezado a soplar generando ese efecto impreciso en la veleta de los inversores.

## La situación de la curva de tipos de interés y su implicación para la renta variable

Los manuales de inversión más básicos nos cuentan que, en relación con los tipos de interés, el escenario más estable es el de una curva con pendiente positiva. Y hacemos un inciso, lo que la pendiente expresa es el diferencial existente entre los tipos a largo plazo y los tipos a corto.

Siguiendo con la definición básica, los tipos a largo plazo tienden a reflejar el crecimiento esperado y los tipos a corto se mueven en base a las expectativas de inflación y el precio oficial del dinero, que no es sino el tipo de interés que fija un banco central, por tanto, su herramienta fundamental de política monetaria.

De esta manera, la normalización del crecimiento llevado a una curva de tipos nos dice que si la pendiente —el diferencial— es positivo se presupone un crecimiento robusto con una inflación controlada.

Insistimos en una explicación tipo manual porque, como es de esperar, cada uno tiene una visión diferente de lo que pasa. Unos pueden pensar que la positivización de una curva viene por la estructura del tiempo y el efecto de composición que tienen los tipos. Otros simplemente que es una cuestión de expectativas. Pero como buscamos ser didácticos vamos a ceñirnos a las definiciones básicas antes de entrar en cuestiones más complejas.

Cuando la pendiente de esa curva se aplatina la explicación se puede deber a dos factores:

1. Los tipos de interés de largo descienden —los precios suben— manteniéndose intactos los tipos a corto.
2. Los tipos de interés de corto aumentan —los precios bajan— quedando estables los tipos de largo.

Volviendo a la literatura económica, cuando la pendiente se invierte las probabilidades de recesión aumentan. Y es cierto. En los últimos cincuenta años se han producido hasta siete inversiones derivando todas en una recesión en un plazo de entre 6 y 12 meses. Pero su carácter predictivo no es un indicador matemático de certeza. La prueba sin ir más lejos es lo que está ocurriendo ahora mismo.

La curva americana se invirtió en agosto de 2022 y desde entonces han transcurrido 430 días hasta hoy, pero la economía no es que no haya entrado en recesión, sino que las probabilidades pasaron de muy altas a muy bajas, que es donde podemos decir que estamos.

### ¿Qué demonios está pasando con la renta fija?

Recapitemos para hacer digestiva la lectura. Sabemos que cuando los tipos de interés de largo son más bajos que los de corto, las probabilidades de recesión son elevadas tal y como hemos señalado anteriormente.

La inversión se aplanan:

- En el punto de máxima inversión, el diferencial entre 10 y 2 años fue de -1,08 puntos porcentuales (pp). Ahora son -0,30 pp.
- En el punto de máxima inversión, el diferencial entre 10 años y 3 meses fue de -1,89 pp. Ahora es -0,89 pp.
- En el punto de máxima inversión, el diferencial entre 30 años y 3 meses fue de -1,66 pp. Ahora es -0,68 pp.

(Datos tomados de MishTalk)

Se trata de un aplanamiento masivo, no de un empinamiento, que en cualquier caso representa un fuerte aumento de los rendimientos.

Los tipos largos suben porque el mercado ha pasado de apostar por una bajada de tipos en 2024 (reminicencias del dinero barato), a echar un pulso a la Fed cuya disposición a bajar tipos a medio plazo no existe. La realidad no pinta de color de rosa y el hecho que esconde esa subida es que el inversor prefiere la certeza de un rendimiento en el bono a 10 años antes que otro activo, bien sea la bolsa o una inversión con riesgo alternativo. Este gráfico resume lo acontecido en los últimos meses.



La cuestión es por qué mantener bonos del Tesoro a 10 años con un rendimiento del 4,8% cuando se puede obtener un rendimiento libre de riesgo del 5,6% en bonos del Tesoro a tres meses. ¿Tiene sentido? Salvo que estemos en una estanflación, ninguno.

Jamie Dimon, CEO de JP Morgan, comentó en fechas recientes que no se puede descartar que los tipos suban más, y mencionó el enorme dolor que podría causar en la economía ver los tipos de interés del Treasury en el 7%. Algunos ya hablan del 13% (Rick Santelli en la CNBC mencionó esta posibilidad hace escasas semanas).

Dimon cree en un escenario de estanflación (bajo crecimiento con alta inflación), a pesar del cual la Fed podría seguir elevando los tipos si la inflación se descontrolase y el empleo mantuviese su actual fortaleza. Al fin y al cabo si la inflación hizo recientemente máximos desde la IIWW, por qué motivo no iban a volver los tipos a niveles de principios de los 80 en el 16%.

Esto es lo que explica el tensionamiento en la curva, un repentino cambio en el viento que genera dudas en los inversores llevando consigo una enorme tensión en los precios de los activos de más riesgo.

Los tipos largos no han subido por una mejora de la expectativa de crecimiento sino porque los bancos centrales están siendo consistentes a la hora de combatir la inflación y por ello podríamos tener tipos de interés más altos. Lo que se conoce como el *last mile* de la desinflación es sin duda el más duro. Pasar del 10% de IPC al 8% y de ahí al 6% es relativamente fácil. Es jugar al efecto base. Pero cuando las alzas se incrustan en la cesta de la compra (combustibles, alquileres, alimentación, etc.), pasar del 4% al 2% es extraordinariamente difícil. Y eso lleva tiempo, un tiempo que juega en contra de empresas y gobiernos ya que alienta a los trabajadores, representados por los sindicatos, a recuperar su pérdida de poder adquisitivo con subidas salariales poniendo la negociación colectiva al mismo nivel de tensión que los márgenes de las compañías. Los gobiernos por su parte están obligados a cumplir con el contrato social y a revalorar sueldos de funcionarios, elevar pensiones y actualizar rentas.

Precisamente los gobiernos son los mayores interesados en generar inflación. La nueva deuda, por la que pagan cada vez más intereses engordando la pelota del déficit y la deuda, está denominada en precios constantes mientras que el PIB crece por la magia de multiplicar niveles parecidos de producción por un mayor precio. Es decir, mientras nominalmente se crece, la deuda no lo hace y eso permite bajar los ratios de endeudamiento. En otras palabras, a los gobiernos le cuesta menos pagar su deuda con inflación que sin ella.

Los ciudadanos están en la misma tesitura solo que su poder adquisitivo merma ya que tienen menos

renta disponible y lo que acaban teniendo es pan para hoy y hambre para mañana, mientras su coste financiero se eleva.

El problema parece que ahora mismo nadie sabe dónde estarán los tipos de interés de largo y si hemos visto máximos. Un último apunte al respecto. Los tipos han subido de una forma tan vertical (están en máximos de 23 años) que hasta los gremios de constructores (NAHB), de hipotecas (MBA) y agentes inmobiliarios (NAR), han transmitido por carta a la propia Fed su profunda preocupación por este hecho señalando la distorsión que está produciendo en el mercado inmobiliario. Más que el diferencial entre bonos el que de verdad debería de preocupar es el máximo histórico entre el tipo hipotecario a 30 años y el Treasury. Su petición no puede ser más contundente: la Fed no debe subir más los tipos ni vender sus activos (MBS) sin riesgo de desestabilizar aún más la economía.

Un análisis muy jugoso que posponemos a futuras comunicaciones.

### Cómo afecta la situación de la renta fija a la renta variable

No se puede invertir en renta fija. Los tipos de interés reales negativos matan la renta fija. Estos han sido titulares que a todos nos suenan pero, ¿ha sido realmente una década perdida para la renta fija?

Si miramos lo que ha hecho el Treasury en los últimos diez años (2012-2022) no parece que ese sea el caso. En 2014 se revaluó un 10,7% y un 11,3% en 2020. Por el contrario, solo se observan dos años de bajadas. Estar invertidos en deuda americana no ha sido el desastre que se nos ha querido hacer creer.

El drama viene por lo que está sucediendo en el tiempo más reciente. La caída en el precio acumulada en los últimos tres ejercicios es de nada menos que del 25% (incluido 2023). La memoria de pez del inversor a veces juega malas pasadas. Nos hemos olvidado de que durante cuarenta años la deuda no ha hecho otra cosa más que subir y subir de precio (comportamiento inverso con su rendimiento).

El problema viene cuando la correlación es positiva con la renta variable, como ocurrió el año pasado. En ese contexto para muchos no hay refugio posible lo que contribuye al desaliento y de nuevo al efecto rebote.

La cartera 60/40 es sin duda la más tradicional y usada de la historia. Es una distribución que nos dice que el rebalanceo del riesgo posiciona la renta variable en un 60% de peso frente al 40% de exposición a renta

fija. Tiene sentido atendiendo a la prima de riesgo, o lo que es lo mismo, el diferencial positivo de rendimientos favorable a la renta variable. Pues bien, en 2022 esa distribución tuvo el segundo peor rendimiento de toda la historia solo superada por el obtenido en el convulso y agitado 1931. Para los que quieran profundizar les recomiendo la excelsa obra de Russell Napier, *Anatomy of the bear*.

La bolsa americana sube a cierre de trimestre algo menos de un 12% en el año, pero el Treasury cae un 2,5%. Y la bolsa hay que mirarla con cuidado porque equiponderando los índices se diluye el impacto de los 7 magníficos (Apple, Alphabet, Meta, Amazon, Microsoft, Nvidia y Tesla). Aportamos un dato muy esclarecedor, el Nasdaq 100 ha batido en un 16% al *equal-weighted* Nasdaq. Simplemente con hacer una cartera con un par de esos 7 magníficos que cayeron a plomo el año pasado hubiera servido para hacer un año brillante. Era tirar un triple en parado y sin defensor.

La fragilidad del entorno es tal que bastaría con que la bolsa americana se fuera a un rendimiento de alrededor del 5% y la renta fija mantuviese su caída para que una cartera 60/40 se fuera a terreno negativo por segundo año consecutivo, un hecho inédito en la historia.

### Posicionamiento de nuestras carteras: positivos en energía y materias primas

Cerramos el trimestre con un muy mal sabor de boca. Esto es así porque **en julio alcanzamos lo que sería un nivel óptimo con los fondos en máximos de rentabilidad anual y, muy importante, con un performance más que notable**. Lamentablemente lo que hemos explicado que ha ocurrido en agosto y septiembre ha jugado en nuestra contra. Simplemente porque se ha producido lo que hemos tratado de hacer entender, las dudas han generado miedo y con ello un *sell-off* poco justificado en algunas de nuestras posiciones más sensibles. Digamos que **los dos últimos meses no han sido buenos para el value ni para las estrategias de valor**.

A pesar del comportamiento de ida y vuelta de nuestros fondos pensamos que la mayor parte del castigo está puesto en precio y si los índices de referencia se deprecian más, nuestras carteras no deberían de hacerlo en la misma proporción. Es obvio que ante nuevas caídas no podemos asegurar que nuestras ideas no vayan a sufrir, pero tenemos la convicción de que el posicionamiento es el correcto.

**Metavalor Internacional** alcanzó sus máximos el

31 de julio (+13% vs +10% MSCI World Small Caps). Aunque no ha sido el mayor diferencial alcanzado en el año pensábamos que reflejaba una acertada selección de ideas en la cartera. Agosto sin embargo supuso un duro varapalo en términos de rentabilidad. Mineras y algunas posiciones en mercados clave para nosotros, como México, nos pasaron factura.

Aun así, **seguimos firmes en la idea de que la selección de compañías apuesta por una tendencia estructural de largo plazo que es ganadora sin discusión.** En energía seguimos invertidos en compañías de calidad (por gestión y por activos) dentro del sector de exploración y producción de petróleo (E&P) y en mineras con activos de muy alto valor (cobre, oro, plata y uranio).

Una de nuestras ideas, **TechnipFMC** acumula una revalorización desde compra hace justo un año del +100%. Tentados con la idea de vender una posición en la que hemos doblado de forma tan rápida creemos que el recorrido puede ser todavía mayor si tenemos en cuenta las señales de recuperación del *capex* y cómo estas van a afectar al sector de *Oil Services*, donde indiscutiblemente TechnipFMC es un líder muy destacado y tiene un posicionamiento ventajoso.

En relación con las productoras, nos da un confort extraordinario saber que, en el peor escenario posible, precios del crudo a la baja y tipos de interés al alza, nuestras posiciones no deberían de sufrir en exceso.

**Parex Resources** es un buen ejemplo de la reflexión que compartimos. El principal valor de una compañía ligada a un *non-monetary commodity* es su capacidad para estar bien posicionada en relación con el coste marginal. Parex, además de tener activos valiosos, está tan abajo en la curva de costes del sector que incluso con el precio medio del crudo en 60 USD/boe seguiría generando *cash flow* para sostener su dividendo y soportar la inversión prevista. Esto es muy importante porque el mercado -aka los inversores- se obsesionan con el precio spot. Viven constantemente pendientes de si el precio de negociación diario del WTI o del Brent supera una media móvil, sube o baja de un día para otro. Ese es el error más habitual.

El precio del crudo es de 77,5 USD/boe. Que el precio se mueva un +/- 5%, aun siendo relevante, no lo es tanto para una compañía tan eficiente ya que una subida diaria de esa magnitud apenas modifica el precio medio. La realidad es que una subida del 40% del precio spot llevado a precios medios no es tanta ya que hemos pasado de un precio medio de 74,98 USD/boe en junio a un precio medio de 77,52 USD/boe en septiembre.

Lo importante es la tendencia, y esta se mueve por factores de oferta y demanda en el corto/medio plazo. El resto es ruido e interferencias, curiosamente lo que más atención genera en los inversores nerviosos e impacientes.

Volviendo a cuestiones relativas a la rentabilidad, nos gusta Parex porque el *total return* (recompra de acciones y dividendos), es del 20%. Si los tipos subiesen de forma imprevista nos sentimos igualmente protegidos en este perfil de empresas de bajo apalancamiento o incluso con cero dólares de deuda en su balance (**Africa Oil** es otra de nuestras grandes apuestas temáticas en energía, por cierto, con más dinero en el banco que valor de mercado). Lo que afecta las cotizaciones son esas segundas y terceras derivadas relativas al tipo de cambio, la repentina aversión al riesgo que impulsa a comprar dólares (bonos) pensando en protegerse de la tormenta, y otra serie de factores cuya incidencia en los fundamentales del negocio son bajos o nulos.

También seguimos firmes en nuestra tesis de minería. A este respecto recordamos que no invertimos por un tema cíclico sino porque cuentan con activos únicos bien por la *commodity* (cobre, uranio) bien por el *monetary premium* (oro y plata). **Ivanhoe Mines**, nuestra primera posición del fondo representa esa conjunción de factores si bien lo que más apreciamos es el componente industrial, lo que se denomina el *utiliy value* de la materia prima. La explotación que gestiona en la República Democrática del Congo no tiene precedentes, se trata de uno de los mayores depósitos de cobre no desarrollados y sin duda alguna el mayor descubrimiento en la historia en el continente africano por cantidad (286 millones de toneladas de recursos inferidos) y por calidad (una ley del 2,31%). Hay otros muchos factores que le dan valor pero sin duda alguna las características singulares que rodean la mina de Kamo-a-Kakula la sitúan por encima de explotaciones más conocidas como Escondida (Chile), el mayor depósito de cobre del mundo. Ivanhoe Mines forma parte de la cartera desde que dimos forma a este proceso inversor en diciembre de 2021, y la seguimos viendo como una inversión a diez años.

Como siempre, aprovechamos este espacio de comunicación con nuestros partícipes, y potenciales inversores, para hacer llegar otras ideas. Una nueva que hemos incorporado este trimestre es el fabricante americano de calzado **Crocs**. Sus zapatos son mundialmente famosos. Es un producto extraordinario en concepto ya que tienen una gran durabilidad, son interactivos, prácticos y muy cómodos. Además de

eso, se han convertido en tendencia de moda. O los quieres o los odias, pero lo que es innegable es que es una clara referencia en su nicho. Sus productos se venden en más de 85 países a través de canales mayoristas y directos al consumidor. En 2022 vendió nada menos que 115,6 millones de pares superando el objetivo y demostrando que el hito de vender más de 100 millones de pares en 2021 es sostenible.

Sus fundamentales son muy buenos y los criterios de valor que imponemos a nuestras ideas los supera con nota. Nos quedaba ver una oportunidad de entrada y se ha dado. La acción se ha visto penalizada desde la polémica compra el año pasado de una marca muy afín, **HEYDUDE**, básicamente porque fue una adquisición que rompió ese perfil de compañía generadora de caja con muy bajo apalancamiento pasando a una ratio de deuda neta sobre Ebitda superior a 2x, que el mercado no valoró de la misma manera que el *management*. Se trata por tanto de un desalineamiento del inversor con la estrategia corporativa, una apuesta sin duda de riesgo pero que vimos como una oportunidad. Crocs va a generar algo más de 700 millones de euros de *free cash flow* de media en los próximos tres años asumiendo una ratio de conversión del 45%, conservador y muy superable a nuestro juicio. El riesgo aquí es que puedan pasar dos cosas. Si la estrategia de compra es acertada y el margen mejora por ciertas sinergias, los 700 millones de euros los revisaremos al alza. Si por el contrario, HEYDUDE no es la compra que los directivos esperan y funciona peor de lo previsto, asumimos un margen de error del 25% en la caja prevista. En ese peor escenario estimamos un *free cash flow yield* del 10%. Creemos que merece la pena el riesgo en una compañía con una marca consolidada, de crecimiento en nuevos mercados y con gran potencial en países emergentes. Nuestro múltiplo de entrada es muy bajo (11x beneficios) para una empresa que genera un retorno de su *cash flow* sobre capital invertido medio en los últimos cinco años de casi el 50%. Es posible que el diseño para algunos sea odioso pero nosotros amamos este tipo de negocios por encima de gustos y de modas.

Como movimientos de salida, destacamos la venta de **MP Materials**. El productor norteamericano de tierras raras sigue en una batalla de precios que ahora mismo está marcada por las noticias que vienen desde China. Seguimos viendo Mountain Pass como un hito importante que aspira a convertirse en el primer productor mundial fuera de Asia, pero también vemos que las caídas de precios y la lenta ejecución de la parte final de su proceso de integración vertical con la inversión prevista en *dowstream* está generando

muchas dudas tanto en plazos como en costes. Es muy posible que pueda formar parte de nuestra cartera, pero en el rebalanceo de riesgos pensamos que ahora mismo están claramente inclinados a la parte donde no queremos estar.

En nuestro fondo nacional **Metavalor** no hemos hecho grandes cambios. En realidad, ninguno reseñable más allá de reordenar los pesos de algunas posiciones y la entrada y salida táctica de algunas ideas. Lo estructural se mantiene intacto. Seguimos apostando por **Técnicas Reunidas**, **Grifols** y **Catalana Occidente**, como nuestras principales posiciones. Esto nos hace sufrir cuando el inversor busca beta alta, pero recordamos una vez más que nuestra filosofía intenta ser diferencial en composición de cartera y en las ideas.

Como novedades, hay que comentar que hemos empezado pequeñas posiciones en valores de calidad afectados por diferentes dinámicas (inflación o costes de materias primas) pero que valoramos más como temas coyunturales que estructurales. Es el caso de **Vidrala** y **Viscofán**, dos clásicos de nuestro mercado que se han visto penalizados en el ejercicio. El fabricante de envolturas celulósicas cotiza por debajo de su PER promedio a diez años con el negocio intacto aunque con el impacto lógico del coste del gas, proveedores y precios producto de la inflación y el movimiento de divisas, que le han relegado en las preferencias de los inversores. Para los que se ponen nerviosos con estos temas les recordamos que en este siglo el retorno total de Viscofan comparado con el Ibex es de un aplastante 1.244% vs 105% (sin dividendos Viscofan se ha revaluado un 600% mientras que el Ibex 35... ¡pierde un 22%!). Como dicen en las películas de abogados: *Nothing further, your honor*.

En Vidrala lo que hemos detectado es un sentimiento negativo hacia la demanda de vidrio por temas relativos a consumo y costes. Lo que vemos es que la compañía ha pasado de 25x beneficios (LTM) a principios de año a los 11x los beneficios estimados para 2024 a los que cotiza actualmente. No creemos que sea justificable la caída desde máximos (históricos, es cierto), y a niveles de 80 € hemos recomprado una posición que fue la mayor generadora de *performance* el año pasado en nuestro fondo.

En definitiva, hemos sido testigos de un trimestre convulso, de ida y vuelta que concluye de forma adversa para nuestros intereses. Aun así, el horizonte de corto plazo no es tan negativo como las curvas o los tipos de interés nos quieren hacer ver (o como el mercado los interpreta). Nuestras compañías siguen siendo

generadoras de caja, cotizan a múltiplos muy atractivos y muchas de ellas descuentan un enorme potencial. Hay que recordar que tenemos inversiones en compañías que tienen caja neta, e incluso alguna de ellas, tiene más caja en el banco que valor de mercado, lo que resulta en un valor de empresa negativo que claramente se tiene que corregir. No sabemos de dónde va a soplar el viento ni con qué fuerza, pero sí estamos seguros de que la ruta hacia la que nos dirigimos no depende del viento cambiante sino de la disciplina de seguir las coordenadas correctas para llegar a buen puerto. El mejor puerto.