

Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Diciembre 2024

Attitude Gestión S.G.I.I.C, S.A.
Calle de Orense 68 – planta 11
28006 (Madrid)
www.attitudegestion.com
T: 915 625 536

Concluye el cuarto trimestre y con él el año 2024, que ha sido uno de los más complicados de la historia reciente. El fondo termina con un 2% de rentabilidad trimestral, lo que sitúa la del ejercicio completo en un **5,7%**. Los valores que más han aportado durante el trimestre han sido **Georgia Capital, TGS y Elecnor**. Los que peor lo han hecho han sido **Origin Enterprises, Catalana Occidente y Gestamp**. Durante el año, además de con la cartera de acciones, hemos obtenido importante rentabilidad con Bitcoin y con las posiciones de renta fija. Por el lado negativo, las coberturas con futuros y opciones han tenido un comportamiento pésimo. Durante el trimestre, las principales compras han sido en **Porsche, Corticeira Amorim y Repsol**. Por el lado de las ventas destacan la reducción en **Georgia Capital** y la venta total en **Elecnor y Occidental Petroleum**.

Porsche fue incorporada por primera vez a la cartera durante el segundo trimestre del año. Era una posición pequeña y hemos aprovechado la continua debilidad para incrementarla notablemente. Nos parece una muy buena opción porque ha sido castigada tanto o más que muchas otras compañías automovilísticas, mientras que su naturaleza es algo diferente al resto. Es cierto que el sector lo está pasando mal y que China, mercado fundamental para el crecimiento de los últimos años, no pasa por su mejor momento. Pero no es menos cierto que el valor de la marca sigue siendo un activo irreplicable, que sus márgenes siguen siendo muy altos y que tras la renovación de sus principales modelos está bien posicionada para seguir creciendo. Al precio actual, inferior a 60 euros por acción, creo que es una oportunidad muy interesante.

Corticeira Amorim es una vieja conocida, ya que la primera vez que estuvo en cartera fue a las pocas semanas de lanzar el fondo. Desde entonces ha ido entrando y saliendo siempre con resultados muy positivos. Ha estado presente en algún momento durante todos los años excepto en 2019. Se trata del líder mundial en la producción de tapones de corcho para botellas, además de tener otras líneas de negocio como aislamiento para determinadas construcciones. Cumple a la perfección con una de las características que nos gustan, que es el poder de fijación de precios. Igual que ocurre con Miquel y Costas, otra de nuestras principales posiciones, el producto que vende supone una parte muy pequeña del precio final del bien que llega al consumidor y ambas son extremadamente competitivas en costes. En una botella de vino no es problemático que el precio del corcho suba unos pocos céntimos y no parece sensato pensar que el cliente vaya a abandonar al mayor productor del mundo para irse a la aventura y tratar de ahorrárselos. Es una compañía bastante tranquila y con una visibilidad en resultados muy alta y de ella buscamos que nos dé estabilidad si la cosa se pone (aún más) fea.

Como es costumbre, vuelvo a destacar la polarización cada vez más extrema del mercado de acciones. Aunque visto lo visto, nunca es extrema del todo y trimestre tras trimestre el movimiento continúa con su imparable y despreocupado avance. Tenemos en primera plana de los periódicos la excelente evolución de unos índices americanos que no paran de subir y dan la sensación de que todo va viento en popa. La realidad es que las compañías que están tirando del índice se cuentan con los dedos de las manos y se mueven en valoraciones absurdas. Ya lo eran cotizando un 20 o un 30 por ciento por debajo de estos niveles y han seguido subiendo, todo sea dicho. **Apple** ha llegado a cotizar a más de 10 veces sus ingresos anuales. **Microsoft** capitaliza por encima de 3 trillones de dólares mientras genera un flujo de caja libre de 75.000 millones lo que supone una rentabilidad del 2,5% mientras el bono a 30 años americano ronda el 5. **Netflix** cotiza a 45 veces sus beneficios, parecido a **Amazon**. De **Tesla** ya da hasta vergüenza hablar. Valga decir que de todos los disparates que hay, que no son pocos, es el mayor a mucha distancia del segundo. Pero ya saben lo que dicen los expertos, Tesla es mucho más que una empresa de coches. **Nvidia** es ya la reina del baile con sus 3,4 trillones de capitalización conseguidos con poco más de 100.000 millones de ingresos. Si uno se cree las estimaciones de los analistas, que pasan por

multiplicar los ingresos de la compañía por 5 desde el cierre de 2023 y hasta el cierre de 2028, la compañía generaría para entonces unos 160.000 millones de caja. Una rentabilidad menor al 5% sobre el precio actual, dentro de 5 años y con un crecimiento salvaje vendiendo unos chips que al que los compra le van a reportar un beneficio económico que está por ver. Entre tanto, el 78% de sus empleados son ya millonarios y uno de cada dos tiene más de 25 millones de dólares gracias a las acciones que poseen como retribución. Suerte para la compañía negociando con ellos y motivándoles cuando llegue el momento. Uno podría decir que claro, que la tecnología es así. **Walmart** y **Costco** se dedican al poco disruptivo e innovador negocio de los supermercados. Toda la vida han cotizado como un negocio maduro y aburrido y su capitalización era muy inferior a su cifra de ventas anual. En el caso de Costco incluso inferior a un tercio de dicha cifra. Hoy ambas cotizan por encima de sus ventas y entre 40 y 50 veces sus beneficios anuales. Walmart supera ya los 735.000 millones de capitalización, más del doble que hace dos años. En dicho periodo ha ocurrido algo que yo no había visto jamás. En el siguiente gráfico vienen recogidas las transacciones de los *insiders* (gente con acceso a información relevante de la compañía, generalmente los principales accionistas y directivos), figurando las ventas en rojo y las compras en verde. No piensen que se les ha averiado la pantalla o que se han vuelto daltónicos.



Creo que este año el activo que va a marcar el paso al resto va a ser la deuda americana. Habitualmente comentamos la locura de cifras que gobiernan ese mercado. Estados Unidos tiene ya más de 36 trillones (millones de millones) de dólares de deuda federal. Esta cifra supone más del 122% del PIB y hace que cada ciudadano cargue con 107.000 dólares de deuda. Si en lugar de ciudadanos, donde se incluyen entre otros los niños, solo tenemos en cuenta a los contribuyentes cada uno toca a más de 323.000. Una cifra mareante. Y peor aún es pensar en el déficit público que arrastran. En 2024 ha alcanzado 1,8 trillones de dólares, más del 6% del PIB. Y por si fuera poco, esto se produce en un contexto de bonanza económica poco frecuente. Si uno trata de vislumbrar hasta donde puede subir ese déficit en una recesión, lo normal es que se lleve tal susto que acabe abusando de algún opiáceo.

Estamos asistiendo a movimientos muy llamativos. En el gráfico siguiente se observa en azul y con la escala a la izquierda el nivel de tipos de interés establecido por la FED. La línea roja es la rentabilidad del bono a diez años.



Se observa que según ha ido bajando tipos la Reserva Federal, la rentabilidad de los bonos ha subido notablemente. Estos son los hechos y a partir de aquí comienzan las interpretaciones, que las hay para todos los gustos. En mi opinión y a la vista de los datos económicos que han seguido saliendo, parece claro que las bajadas de tipos fueron prematuras. Seguramente por motivos políticos y tratar de apoyar a Biden de cara a las elecciones de noviembre, pero eso es otro tema. En cualquier caso, lo relevante es lo que puede ocurrir desde aquí. Yo creo que los bonos a esta rentabilidad, que han alcanzado tras notables caídas en su precio, son una oportunidad de compra excelente. Supongamos que las bajadas de tipos de la FED fueron motivadas por datos que solo ellos poseen y que gracias a sus privilegiadas cabezas están en condiciones de dar por controlada la inflación. En tal caso, los tipos seguirán bajando y con ellos la rentabilidad de los bonos haciendo subir su precio. Pongámonos por el contrario en la tesis más adversa para el precio de los bonos y supongamos que la FED metió la pata. En este escenario creo que lo único que está en entredicho es la velocidad de las bajadas futuras. No creo que decidan pegarse un tiro en el pie y volatilizar la escasa credibilidad que les queda subiendo los tipos. A día de hoy, el bono a 5 años ronda el 4,5% y el 30 años coquetea con el 5%. Por tanto, las posiciones en dichos bonos proporcionan *carry* positivo mientras seguimos a la espera de acontecimientos. Creo que es una posición muy asimétrica y con un riesgo que vale la pena asumir. En caso de que saliese mal y las rentabilidades continuasen moviéndose al alza, sospecho que los índices bursátiles lo pasarían bastante peor y que la apreciación consiguiente del dólar traería más de un quebradero de cabeza así que los bonos estarán muy presentes en la mente de los inversores. También en la de Donald Trump, que teniendo como objetivo recortar a lo bestia el gasto público y mejorar las cuentas públicas, seguro que duerme más tranquilo pagando menos intereses por su gigantesca deuda.

Tenemos por delante un año que sospecho que va a ser bastante movido, más incluso de lo que viene siendo habitual últimamente. La calidad de los valores en cartera y sus bajas valoraciones me hacen ser optimista y creo que podremos capear el temporal de manera satisfactoria.

Aprovechamos para desearle un feliz año 2.025 y agradecerles una vez más su confianza

Muchas gracias por su confianza.

Daniel Varela