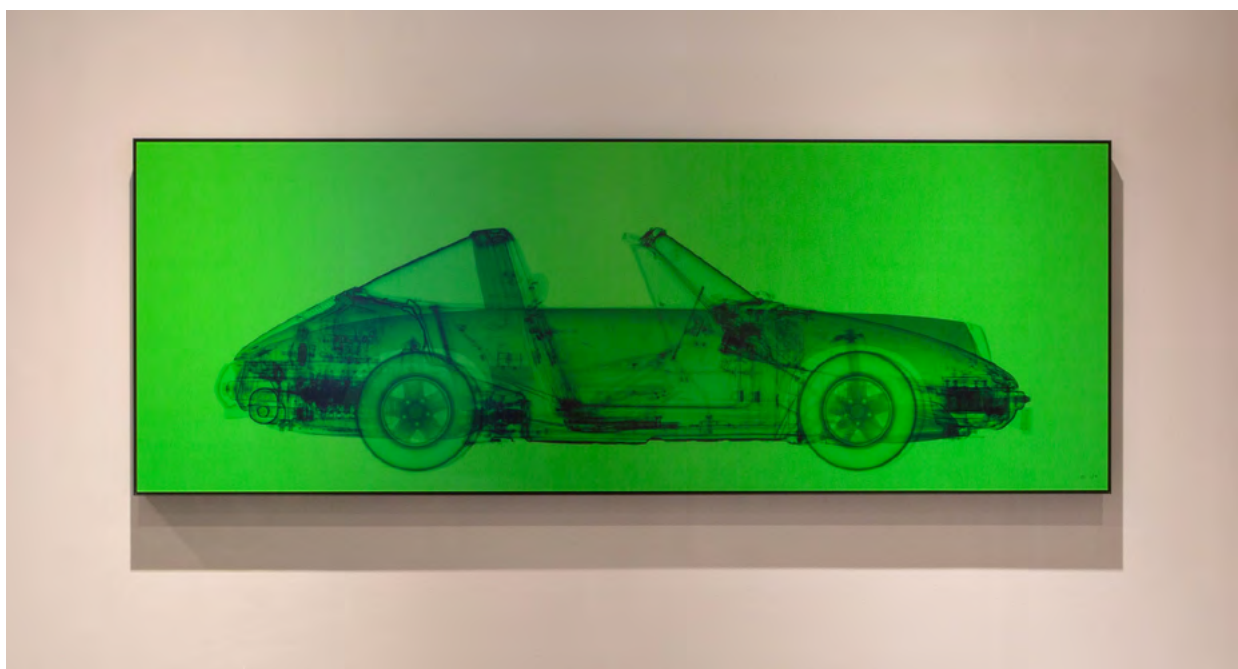


Vaso medio lleno.

A lo largo del año 2021, escribimos en nuestras cartas sobre los peligros y las posibles consecuencias del experimento financiero que estaban llevando a cabo los principales Bancos Centrales. La impresión indiscriminada de dinero estaba creando una serie de exageradas distorsiones monetarias que se habían multiplicado con la implementación de los programas de ayudas a raíz del Covid. Mencionábamos entonces varios aspectos que, en nuestra opinión, suponían serias señales de alerta sobre lo que estaba ocurriendo y podría ocurrir.





Además, durante el último año y medio, hemos escrito sobre la posibilidad y las consecuencias de que la inflación hiciese acto de presencia en nuestras vidas. La famosa frase de Warren Buffett “*Sólo cuando baja la marea sabemos quién nadaba desnudo*” aplica muy bien en estos momentos, siendo la marea los estímulos monetarios. Es ahora cuando veremos quién puede vivir sin ellos y quien no.

HELICOPTER MONEY



Fuente: Elaboración propia

PRIMER SEMESTRE

La inflación se ha convertido en un elemento más estructural de lo que políticos y banqueros anticipaban. Ahora empiezan a reconocer que va a ser complicado controlarla sin dañar el crecimiento económico. Como siempre, hay que buscar culpables, ya que asumir que se han cometido errores no es una opción y, en este sentido, Putin se lo ha puesto fácil.

La inflación, tanto en Europa como en EEUU, ha hecho su aparición en nuestras vidas, siendo el incremento de precios el más alto en décadas, y su control se ha convertido en la principal prioridad de los banqueros centrales, por encima incluso del crecimiento y el empleo. Se han comenzado a retirar estímulos a marchas forzadas y las subidas de tipos están siendo generalizadas. Incluso el Banco Central Europeo ha anunciado que subirá los tipos en julio por primera vez en 11 años.

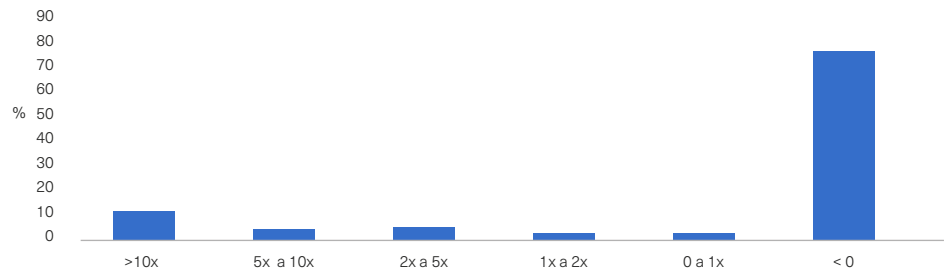
Ante la perspectiva de que vayamos a tener menos dinero en circulación y de que esto pueda suponer una desaceleración económica, el mercado ha comenzado a ser más selectivo en su forma de asignar capital. Es lógico pensar que, si vamos a tener menos recursos y estos van a ser más caros, prioricemos a aquellos que puedan devolverlos en tiempo y forma. Llevamos muchos años manteniendo con respiración asistida a un buen número de compañías. Actualmente, más de un 70% de las compañías que componen el índice tecnológico Nasdaq no generan recursos para cubrir el coste de su deuda.



LA "ZOMBIFICACIÓN" DEL NASDAQ

EBIT / Gasto por intereses,
% de compañías

Fuente: Bloomberg, PGM Global.

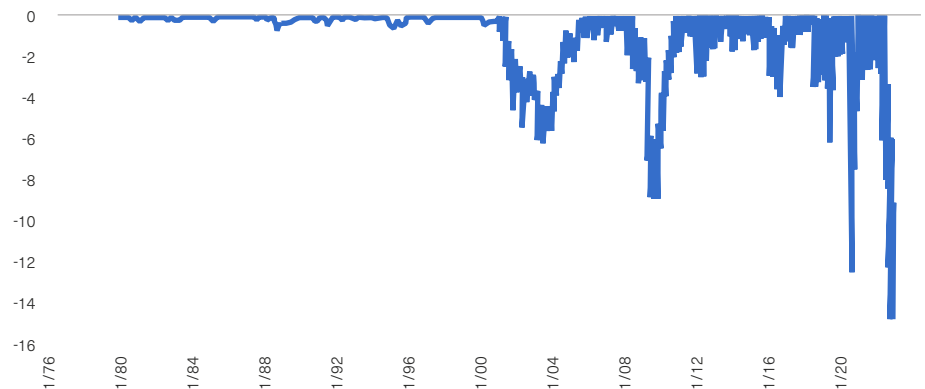


Con este nuevo panorama, hemos visto una fuerte corrección de las tendencias que ya apreciábamos hace tan solo unos meses en los mercados financieros. Desde los máximos alcanzados en noviembre del 2021, las principales criptomonedas han corregido más de un 70%, el mercado tecnológico americano ha caído más de un 30% y la renta fija acumula descensos de doble dígito. Además, los flujos de dinero hacia activos de renta variable se han reducido sustancialmente, los directivos han dejado de vender acciones de sus compañías (2021 fue un año récord) y el mercado de SPACs se ha paralizado.

LA MAYOR DESTRUCCIÓN DE RIQUEZA EN LA HISTORIA DEL MERCADO MODERNO

■ Reducción del valor de mercado de la renta variable y la renta fija de EEUU (\$tn)

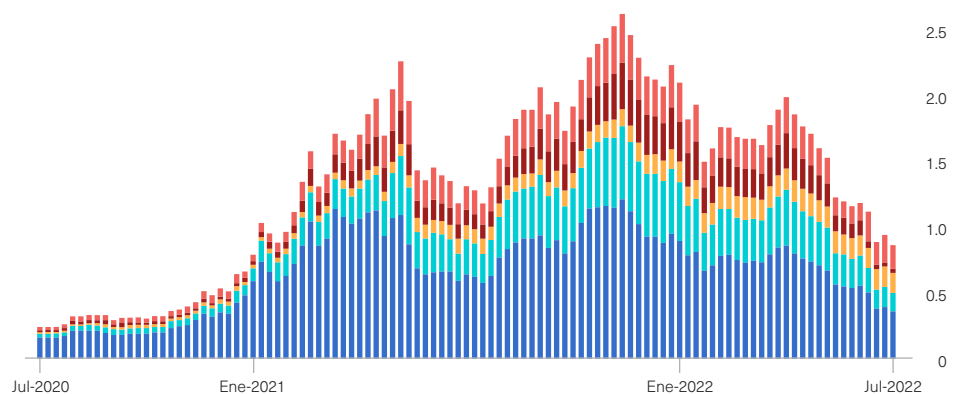
Fuente: BCA Research



EL ASCENSO Y CAÍDA DE LA GRAN BURBUJA DE LAS CRIPTOMONEDAS

■ Bitcoin
■ Ether
■ Stablecoins
■ DeFi coins
■ Otras

Fuente: CoinGecko, Defi Llama, BIS, FT



Otro aspecto relevante ha sido el descenso en la operativa diaria de los inversores individuales. Mucha gente en EEUU, encerrada en casa sin trabajar y recibiendo cheques del gobierno, propició un auge de la inversión en bolsa durante la pandemia. Robinhood, la



plataforma de *trading* por excelencia, captó millones de nuevos clientes y aprovechó su éxito para salir a bolsa a mediados de 2021. La vuelta al trabajo, el fin de las ayudas públicas y la inflación están impactando su modelo de negocio. El precio de la acción acumula una pérdida del 85% en el último año.

La amenaza de la recesión ha cobrado especial fuerza durante el mes de junio, provocando una venta generalizada en los mercados, afectando principalmente a los sectores cíclicos que han sufrido importantes descensos. Europa ha registrado caídas del -8,82% este último mes y EEUU del -8,39%. En el año, el mercado europeo se deja un -19,62% y el norteamericano un -20,58%.

NUESTRA OPINIÓN

El mercado empieza a ser consciente de que la única forma de solucionar los excesos de un “empacho” es comenzar una “dieta”. A pesar de ello, los titulares apocalípticos de todos aquellos que hace meses publicaban artículos cargados de optimismo, no deben servir de base para la toma de nuestras decisiones de inversión.

“Ten miedo cuando los demás sean codiciosos y sé codicioso cuando los demás tengan miedo”

WARREN BUFFETT

Si bien es cierto que la guerra, la inflación, las subidas de tipos y la sombra de la recesión no invitan a ser optimistas, creemos que debemos de ser capaces de mirar un poco más allá y de aplicar un pensamiento crítico e independiente, tan necesario en momentos como el actual.

En este primer semestre, tanto Finlovest como Excel Equities han tenido un comportamiento sustancialmente mejor que el registrado por sus respectivos índices de referencia y creemos que esto es solo el principio. Nuestro convencimiento se sustenta sobre la base de que, en unos mercados con menos dinero circulando, la teoría del “todo vale” pierde vigencia y los inversores comienzan a ser más selectivos a la hora de asignar sus recursos. Esto necesariamente implica que, a la hora de tomar decisiones de inversión, volverán a ganar peso los fundamentales y las valoraciones de las compañías, en detrimento de otros factores, tan de moda en los últimos años, como los potenciales crecimientos.

La primera barrera de protección de las compañías en las que invertimos es que todas ellas ganan dinero y que, hoy, están muy baratas, sin descontar crecimientos futuros. En segundo lugar, la mayoría de las compañías tienen unos niveles de deuda controlados. Y, en tercer lugar, la mayoría de compañías están centradas en modelos de negocio probados durante décadas o incluso siglos (materias primas, automóviles, telecomunicaciones, comida y bebidas, entre otros) en sectores que se han quedado al margen de las exageraciones de los últimos años.

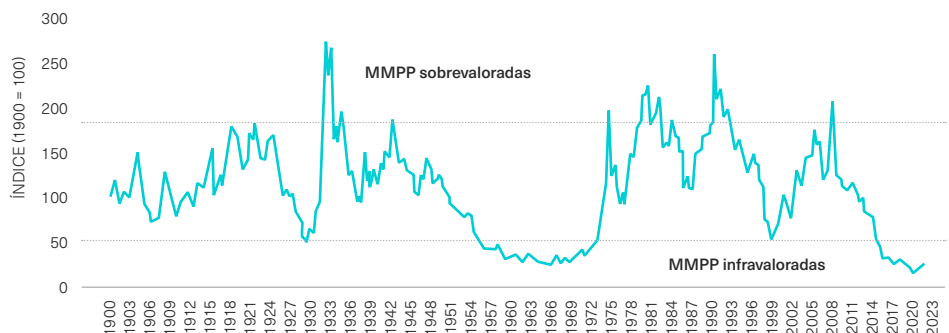


Una vuelta de los inversores hacia compañías rentables, generadoras de caja, con deudas sostenibles y modelos de negocio entendibles, maduros y poco sujetos a las disrupciones cortoplacistas, será muy favorable para el tipo de empresas en las que estamos invertidos.

Queremos compartir con vosotros nuestra visión sobre dos sectores a los que estamos expuestos y en los que nos sentimos muy cómodos de cara al futuro

Las compañías de materias primas, a pesar del buen comportamiento en este comienzo de año, siguen teniendo un peso importante en nuestras carteras, con unas valoraciones muy atractivas. Durante el mes de junio, y ante las perspectivas de recesión y por lo tanto de una caída de la demanda, los precios de cotización han corregido. En nuestra opinión, el principal problema del sector viene por la falta de oferta y no tanto por la demanda, y creemos que esta cuestión se extenderá en el tiempo, por lo que somos optimistas con esta tesis de inversión para los próximos años.

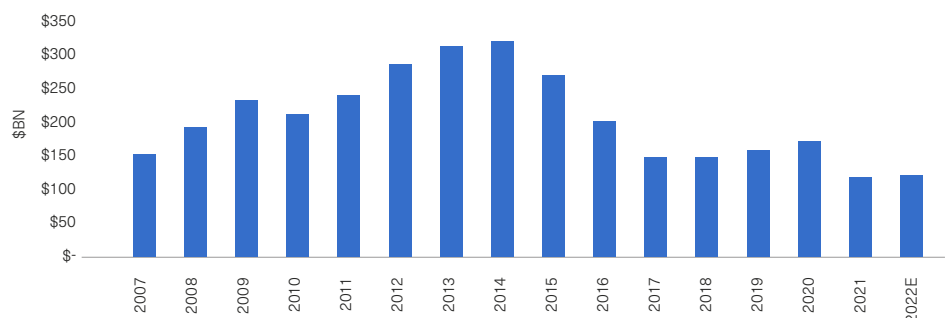
LAS MATERIAS PRIMAS ESTÁN BARATAS...



Fuente: Bloomberg, Goehring & Rozencwajg

...Y LA INVERSIÓN ES INSUFICIENTE

Nota: Inversión agregada de las 30 principales compañías cotizadas en el mundo de combustibles fósiles y minería.



Fuente: WorldScope, MSCI, GMO

Por otro lado, mantenemos una exposición relevante al sector de la automoción, que se ha visto impactado en este comienzo de año por los incrementos de los costes de producción, la falta de semiconductores y una posible recesión. En el caso de que llegue una desaceleración económica, nos hacemos las siguientes preguntas: ¿cuántos coches se venderán en el mundo?, ¿cuál es el punto de partida del sector?, ¿cómo están preparadas las compañías que tenemos en cartera para ese tipo de escenario? El número de coches de pasajeros vendidos entre 2020 y 2021 se ha reducido de manera

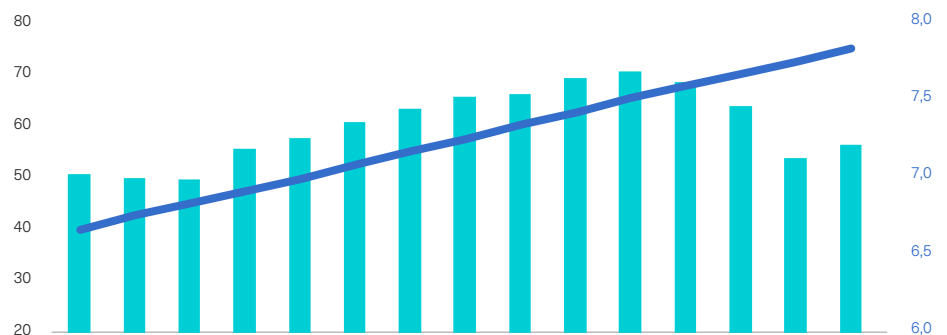


significativa desde el máximo de 2017 debido a la pandemia. Si nos fijamos en los datos, los números no están lejos de los registrados durante la crisis financiera de 2008 y 2009, la pregunta es ¿hasta donde podrían bajar? Nosotros creemos que no mucho más de las cifras vistas hace 14 años, teniendo en cuenta el punto de donde partimos y que vivimos en un mundo con mayor población y mejor clase media con recursos para comprar vehículos.

VENTA DE VEHÍCULOS DE PASAJEROS Y POBLACIÓN MUNDIAL (2007-2021)

- Vehículos de pasajeros (millones)
- Población mundial (miles de millones)

Fuente: Elaboración propia



Dos de las compañías que tenemos con exposición al sector son BMW y Volkswagen. Sus negocios industriales mantienen una posición de caja neta equivalente a más de un 30% de su valor en bolsa. Y todo ello, habiendo realizado un importante esfuerzo de inversión para adaptarse de manera exitosa a las nuevas tecnologías de motorización. Las dos marcas han sido capaces de generar unos magníficos resultados en 2021, aun vendiendo menos coches que en años anteriores. Generan de manera orgánica recursos suficientes para hacer frente a sus inversiones, pagar dividendos que suponen rentabilidades superiores al 5% anual y recomprar acciones.

Confiamos plenamente en las compañías que tenemos en cartera y en sus capacidades para seguir generando beneficios, incluso en un escenario de desaceleración económica. El mercado ya ha comenzado a reconocer su calidad y valor intrínseco, después de años fuera del radar de los inversores, y esto puede ser solo el principio en un cambio de ciclo para los próximos años.

Queremos agradecer una vez más vuestro apoyo en todo momento, ya que es la base fundamental que nos permite y anima a seguir realizando nuestro trabajo en las mejores condiciones. Estamos a vuestra disposición para aclarar cualquier asunto sobre el que requiráis mayor detalle.

Un abrazo fuerte.

**Aviso legal**

Invexcel Patrimonio, EAF, S.L. ("INVEXCEL") ha preparado este documento que se presenta exclusivamente para fines informativos. El documento refleja la opinión de INVEXCEL a la fecha indicada en el mismo, por lo que es susceptible de cambio sin previo aviso. La información y opiniones contenidas en este documento se han obtenido de fuentes públicas consideradas fiables pero que no han sido sometidas a ningún tipo de certificación independiente; no se garantiza que esta información sea exacta o completa y no se admite ninguna responsabilidad en este sentido.

Ninguna información contenida en el presente documento debe interpretarse como asesoramiento o consejo, como una oferta o recomendación para la adquisición o venta, o para realizar cualquier otra transacción de títulos o instrumentos financieros. El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, ya que éstos no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja, y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Este documento incluye, o puede incluir, información o consideraciones referidas a futuro. Esta información o consideraciones no representan pronósticos ni presupuestos, son ejemplos puramente ilustrativos que podrían no concretarse. El rendimiento real de una inversión puede diferir materialmente de las expectativas debido al impacto negativo de ciertos riesgos, incertidumbres y otros factores relevantes inherentes a la inversión en valores.

Este documento no se ha recopilado para ser distribuido ni utilizado por ninguna persona física ni jurídica que sea ciudadano o residente o tenga sede en alguna jurisdicción donde se prohíba dicha distribución, publicación o uso. Los receptores del presente documento o quienes finalmente obtengan copia o ejemplar del mismo, se convierten en responsables de tener conocimiento de dichas restricciones y cumplirlas.

INVEXCEL, sus directores, empleados, accionistas, asesores o cualquier otra parte relacionada, no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida o daño, directa o indirecta, consecuencia del uso de este documento o de su contenido.

Este documento no puede reproducirse, total o parcialmente, sin la autorización expresa de INVEXCEL.