

29 de agosto de 2022

"Cuando nada parece ayudar, voy y observo a un cantero golpear a su roca, hasta cien veces sin que aparezca ni siquiera una grieta. Pero al golpe ciento uno se parte en dos, y sé que no ha sido el último golpe el que lo ha hecho, sino todos los anteriores". Jacob Riis

Amigo/a Owner,

Conviction ha tenido una rentabilidad en el primer semestre de 2022 del **-36,81%** y **Focus** del **-33,86%** (vs un -13,18% del índice MSCI ACWI).

Desde que abrimos los fondos hace 2 años, **el retorno ha sido muy negativo al mismo tiempo que la marcha de nuestras empresas ha sido muy positiva** (para entender como esto es posible, puedes leer el Básico "[Rentabilidad](#)").

A. ¿Qué ha pasado?

Se han juntado varios factores:

1.- Hemos cometido errores de inversión.

Aparte de los errores mencionados en cartas anteriores, **compramos algunas empresas de alto crecimiento demasiado pronto** cuando empezaron a caer a finales del 2021 y principios del 2022. Por ejemplo, en **Twilio** (líder mundial en API de comunicaciones) empezamos a comprar después de una caída de más del 30%, pero luego ha seguido cayendo otro 75% más. Hemos ido comprando más a medida que ha ido bajando, reduciendo así el precio medio de compra. Estimamos que la compañía vale como mínimo 3 veces más hoy y 7 veces más dentro de 5 años.

2.- Momento de salida de los fondos.

El **lanzamiento fue muy cercano a nuestro máximo histórico de febrero de 2021**, saliendo Conviction siete meses antes y Focus cuatro. Si los fondos se hubieran lanzado dos años antes, durante los que nuestros vehículos de inversión anteriores se multiplicaron por 3, la perspectiva sería distinta. Aún así, esta caída la debimos haber amortiguado (habríamos tenido caídas igualmente, pero menores) aumentando el peso de compañías de menos volatilidad y crecimiento cuando los múltiplos de las de alto crecimiento estaban altos. Lección aprendida. Hemos ido subiendo el peso en los fondos de empresas con menos volatilidad como Alphabet (Google), Amazon y Constellation Software.

3.- Inversión en China.

La regulación del gobierno y los constantes confinamientos por el Covid han generado mucho miedo a los inversores extranjeros, lo que ha provocado **el mercado bajista más largo de los últimos 20 años**. A principios del 2021 teníamos una gran exposición a China porque las compañías que nos gustan de Occidente no estaban a precios razonables. Sorprendentemente, el mercado chino no sólo cayó antes, sino que tuvo caídas igual de fuertes, lo que hace que las valoraciones sean ahora extremadamente baratas. Estimamos que, excepto Meituan, que tiene una valoración más razonable, nuestras empresas chinas valen hoy entre 2 y 5 veces

más. Como ahora hay compañías de otros países también a precios atractivos, la exposición actual a China en los fondos se ha reducido al 15-20%. **Seguimos pensando que ser propietarios de algunas de las mejores empresas de la que pronto se convertirá en la 1ª potencia mundial, es una buena inversión.** El país crece más rápido que Occidente, apenas tiene inflación y, sobre todo, muchas de sus empresas no tienen competencia externa en un mercado de 1.400 millones de personas.

4.- Inflación.

La suma de las políticas monetarias occidentales de gran creación de dinero, los problemas en las cadenas de suministros, la guerra en Ucrania y el aumento de los ahorros disponibles por menores gastos discrecionales durante el Covid, han generado una **subida general de precios de las materias primas, especialmente en energía y alimentos.** El miedo a que la inflación sea permanente ha hecho que haya una venta masiva de acciones y caídas en las cotizaciones. En realidad, **invertir en empresas con buenas posiciones competitivas que les permiten pasar esas subidas de precios a sus clientes, es uno de los mejores refugios en entornos de alta inflación,** donde los bonos y el efectivo se deprecian rápido.

La manera que tienen los gobiernos y sus bancos centrales de frenar la inflación es desestimular la demanda subiendo los tipos de interés, lo que frena la economía. El miedo a ese frenazo (recesión) que posiblemente llegue en los próximos meses, también ha contribuido a que se vendan acciones.

4.- Guerra en Europa.

La invasión rusa de Ucrania ha generado mucha **incertidumbre** (más ventas de acciones), aparte del efecto ya mencionado en la inflación. Rusia es el mayor exportador mundial de gas y trigo, y el segundo de petróleo. Ucrania es el cuarto de maíz y quinto de trigo.

5.- Subida y desplome de empresas "tecnológicas".

Para nosotros, la tecnología no es un sector en sí mismo. Las empresas que otros consideran "tecnológicas", nosotros las entendemos como **disruptivas**, ya que aplican métodos nuevos para resolver problemas. Estos problemas pueden estar en cualquier sector, como el turismo (Airbnb), el entretenimiento (Netflix, Spotify), la publicidad (Alphabet, Meta) o las herramientas empresariales (Shopify, CrowdStrike). Muchas invierten todo lo que generan para crecer rápido y ganar terreno en mercados en expansión, por lo que no generan muchos beneficios en su fase inicial. Como la inflación hace que el dinero del futuro valga menos que el de ahora, **el mercado ha pasado de pagar precios en algunos casos desorbitados a precios de derribo, en tan solo un año por estas empresas disruptivas.** Se han visto muchas caídas del 70-80% en los precios y 80-90% en los múltiplos. Estas caídas tan fuertes nos han dado la oportunidad de seguir comprando empresas que nos gustan a precios razonables como **Airbnb** (plataforma global de viajes) y **ServiceNow** (proveedor líder de flujos de trabajo digitales).

B. ¿Dónde estamos?

Este tipo de mercado bajista tan fuerte suele ocurrir una vez cada 10 años (los últimos en 2008 y 2001-2002). El mercado, que muchas veces es irracional a corto

plazo, ofrece poco ahora mismo por muchas empresas que nos gustan por su negocio y su cultura. **20 de las 33 empresas de Conviction han estado en los últimos 4 meses en su momento más barato desde que salieron a bolsa** (medido por múltiplo). Aunque 10 de ellas han salido a cotizar en los 2 últimos años, entre las otras 10 están Twilio (salió en 2016), Alibaba (2014) y Meta (2012). De las 13 que sí han estado más baratas antes, muchas no cotizaban a estos múltiplos desde hacía años, como Amazon o Shopify (desde 2016), Netflix (2013) y Tencent (2005).

Nuestra estimación del valor de los fondos es que valen por lo menos 2,5 veces más hoy y 5 veces más en 5 años. Este mercado bajista pasará, como lo han hecho todos los anteriores, y los múltiplos de nuestras empresas se situarán en terreno razonable. A la hora de invertir, es importante la mentalidad a largo plazo para evitar que la volatilidad a corto nos afecte y para dejar que el crecimiento exponencial de los beneficios de nuestras empresas multiplique nuestros ahorros (más en el Básico "[Largo plazo](#)").

C. ¿Qué podemos esperar?

Pensamos que la ralentización económica de los próximos meses va a afectar al crecimiento de nuestras compañías reduciendo la media de más del 40% de los últimos 5 años a niveles del 25-30%. Siguen siendo crecimientos muy altos, especialmente teniendo en cuenta que **21 de las 33 empresas tienen una cotización de más de 20.000 millones de euros.** Los crecimientos estratosféricos de los últimos 5 años fueron en gran parte acelerados por el Covid, que hizo que mucho consumo e inversión pasará a digital.

Estos crecimientos unidos a la subida de múltiplos que esperamos desde niveles muy deprimidos (nunca vistos en algunos casos) a niveles normales, nos hacen estar tranquilos sobre la marcha de los fondos en los próximos años.

Como Owners, en el equipo de Rolnik somos conscientes del esfuerzo que supone ahorrar e invertir y lo difícil que es aguantar la volatilidad. **Aunque sepamos que vale más, nunca es fácil que nos ofrezcan mucho menos por lo que hemos comprado** (ver el Básico "[Valor vs precio](#)"). Es un honor que hayas depositado tu confianza en nosotros para ayudarte a multiplicar tus ahorros. Si a esto le sumamos que no nos gusta perder (nunca, a nada), puedes estar seguro/a de que estamos y vamos a seguir dedicando gran parte de nuestra vida a que los ahorros de todos los Owners se multipliquen de forma satisfactoria.

El fruto de lo que estamos plantando todavía no se ha visto, pero estoy seguro de que lo veremos en el futuro. Somos propietarios de algunas de las mejores empresas del mundo y ahora muchas están en su momento de mayor potencial.

Ahorra, multiplica, espera y disfruta.



Jaime Carrasco Houston
CEO/CIO