

Informe primer trimestre 2020

Los tres primeros meses de este año que iniciamos han sido aterradores en todos los sentidos. Tanto a nivel sanitario, como a nivel de mercados, hemos vivido situaciones que nunca habíamos imaginado y muy complicadas de prever.

Las bolsas a nivel global se desplomaron a una velocidad nunca vista, mayor incluso que la experimentada en 2008. Por ejemplo, el Eurostoxx 50, cayó un 40% en menos de un mes, entre mediados de febrero y mediados de marzo. Una violencia sin precedentes.

En este documento, el equipo de gestión de Democratic, no analizará la crisis sanitaria, ni pretende marcar un calendario al fin de este virus, puesto que no somos expertos en la materia y ya existen infinidad de informes que analizan esta situación.

El objetivo de este informe es, en primer lugar, explicar cuál ha sido la evolución de Democratic durante este primer trimestre. Qué activos había en cartera a inicio de año y de qué se compone la cartera actualmente. En segundo lugar, explicaremos cómo se va a gestionar el patrimonio de nuestros accionistas durante los nueve meses restantes del año y de qué forma se va a intentar aprovechar las oportunidades que se generen.

Cronología de un trimestre de infarto. Cartera y decisiones

Para entender las decisiones tomadas este primer trimestre de 2020 hay que remontarse al año anterior. Durante los últimos meses de 2019 ya explicamos que los índices de Renta Variable habían superado con creces los objetivos anuales y que los activos financieros (bolsa y renta fija) podrían estar sobrevalorados. También los índices de sentimiento y la volatilidad apoyaban esta tesis.

El año pasado, e incluso el anterior, ya dijimos que nuestro precio objetivo o *Fair Value* para el Eurostoxx era de 3.300 – 3.500 puntos, con lo que valoraciones por encima de 3.800 nos parecía una oportunidad para vender más que para comprar. Recordemos que a principios de 2019, con el Eurostoxx en 2.800 puntos, nuestra exposición en RV europea fue alta, puesto que la oportunidad era clara.

Hablamos del Eurostoxx ya que es el índice que tenemos más cerca (no tenemos en cuenta el Ibex), pero lógicamente el resto de índices globales se encontraban en una situación de sobrevaloración parecida o peor. Es el caso de índice de tecnología de USA, el Nasdaq, que tras subir en 2019 más del 30%, cotizaba según nuestros criterios, a múltiplos muy elevados.



DEMOCRATIC
CAPITAL SICAV

Así pues, a partir de mediados de octubre de 2019, poco a poco, empezamos a construir una posición corta o vendida sobre el índice Nasdaq y algunas acciones concretas que cotizaban a múltiplos sin sentido como Tesla, Boeing, Netflix, Dominos Pizza y Mastercard entre otros.

Esta posición nos perjudicó durante el final del ejercicio pasado, reduciendo nuestra rentabilidad hasta cerrar el año con un correcto +12,7%, cuando a mediados de año arrojaba una rentabilidad superior al +20%.

El inicio de 2020 fue arrollador y los índices de Renta Variable, sobre todo el Nasdaq, siguieron subiendo en vertical perjudicando nuestra posición corta y afectando de forma importante a la rentabilidad de la SICAV.

De forma especial debemos comentar una de las posiciones, la corta sobre Tesla, por ser la que más perjudicó a la cartera con diferencia. A mediados de 2019 decidimos abrir esta posición, con una venta de opciones CALL sobre la acción que nos ofrecía lo que creíamos era una buena seguridad en el resultado. La realidad fue bien distinta y la acción pasó de 180 dólares la acción a casi 1.000 USD en pocos meses. Una empresa en pérdidas y que quemaba caja año a año fue capaz de multiplicar su valor en bolsa por cinco. Tesla es un valor muy especulativo y sabíamos que era una operación con cierto riesgo a pesar del buen colchón de las primas. En nuestro peor escenario de la operación contemplábamos que la acción llegase a duplicar su precio, sin perjudicar en exceso al rendimiento, pero el resultado final no resultó el esperado y fue muy difícil de gestionar. Finalmente, no en máximos pero casi, decidimos cerrar la operación por prudencia ya que la acción no dejaba de subir y los *Hedge Funds* tenían que cerrar sus posiciones cortas, cosa que alimentaba aún más la escalada en los precios. A toro pasado, si hubiéramos aguantado un par de semanas más la posición, todo hubiera sido bien distinto, ya que Tesla llegó a cotizar en los 350 USD otra vez y la pérdida en esta operación hubiera sido irrelevante. Pero esto a mediados de marzo nadie lo sabía y la obligación del equipo de gestión era cerrar la posición. Ya dijo en su momento Keynes que “el mercado puede permanecer irracional más tiempo del que tú puedes permanecer solvente”. Gran verdad.

Nos hemos alargado en la explicación de esta operación, no por ganas de poner el dedo en la llaga (podemos asegurar que no es así), si no porque a veces en esta industria se tiende a tapar los errores de gestión y en Democratic siempre hemos dicho que seríamos transparentes. Esto se demuestra siendo honesto cuando las cosas no han salido bien.

La operación sobre Tesla costó más de 8 puntos de rendimiento para la SICAV entre octubre de 2019 y febrero de 2020.

Así pues, a modo resumen, la cartera antes de la gran corrección sufrida por los mercados estaba compuesta básicamente por:

- 40% corto de RV (básicamente USA)
- 40% largo en oro, plata y minas de metales preciosos

El equipo de gestión de Democratic llevaba alertando de mucha complacencia en los mercados desde el pasado mes de octubre y a pesar de que la corrección tardó en llegar tan solo 4 meses, eso en mercados puede ser una eternidad. Lo más complicado en este negocio de la gestión de activos es, con diferencia, el *market timing*, o cómo una buena decisión puede ser mala si no aciertas el momento exacto.

Entonces llegó el Coronavirus

Lógicamente, los gestores de Democratic no esperaban ni deseaban una pandemia como la que estamos viviendo. Esto es imposible de predecir. Nassim Nicolas Taleb ya describe a la perfección el Cisne Negro como el impacto de aquello altamente improbable.

Las bolsas cayeron a plomo entre un 30% y un 40% desde máximos en menos de un mes. Como ya hemos comentado, la mayor caída de la historia en cuanto a velocidad o violencia se refiere.

En ese momento (mediados de febrero), Democratic arrojaba unas pérdidas de más del 25% y con una cartera como la que teníamos era de esperar que el resultado mejorase con la corrección bursátil.

Lógicamente la parte corta en RV americana arrojó muy buenos resultados ya que el desplome afectó a todos los activos sin excepción.

En cambio, la parte invertida en minas de oro, que creíamos que podía funcionar de seguro contra desplome de mercados se comportó como un activo más, y como hemos dicho, el desplome afectó a TODOS los activos. El oro subió y sigue subiendo (en abril ha superado los máximos de una década). La plata sufrió por su componente industrial.

El resultado a fin del primer trimestre de Democratic ha sido del -29,78% en línea con los índices de RV europeos, que han caído entre el 25% y el 30%.

Democratic apenas se ha visto perjudicada a consecuencia del fuerte desplome vivido en los mercados financieros este último mes y medio y esto nos proporciona un marco excelente de recuperación para los próximos meses.

Decisiones de cartera

Esta ha sido la estrategia del equipo de gestión durante esta crisis.

1. Cierre posiciones cortas

Con la fuerte corrección de los mercados decidimos monetizar la parte de la cartera corta, bajista, que generó unos rendimientos extraordinarios en pocas semanas. En algunos casos lo hicimos con el cierre de directo de las opciones y en otros con la venta de opciones para compensar el riesgo y no perder el valor temporal de la operación.

2. Mantenemos oro y minas

Durante el mes de marzo hubo una excepcional volatilidad en el precio del oro. El precio del material precioso escaló hasta niveles cercanos a los 1.700 usd para posteriormente caer hasta los 1.450 usd en pocas sesiones. La explicación más comúnmente aceptada para esta bajada es que los grandes fondos y participantes de mercado tuvieron que vender las posiciones de oro para cubrir los *margin calls* provocados por la salvaje caída de los activos financieros.

Parece tener sentido. De hecho, la caída fue recuperada con la misma velocidad y, a día de hoy, el oro cotiza en máximos de los últimos 10 años.

Con las minas de oro fue aún más drástico el efecto. De media, las minas de oro y plata llegaron a caer entre el 30% y el 50% durante este periodo. La recuperación no ha sido tan veloz en este activo y algunas de las minas que tenemos en cartera cotiza con un descuento del 20% a su precio antes del desplome, con el precio del oro en máximos.

3. Compra de acciones de gran calidad

Cuando las bolsas caen sin discriminar activos, cuando hay lo que se denomina un *Sell Off*, es cuando aparecen las mejores oportunidades. Durante estas trágicas 4 semanas vimos caer el Eurostoxx de 3.800 a 2.200 puntos y algunas acciones de gran calidad corrigieron entre un 30% y un 40%. Aprovechamos este momento para comprar acciones excelentes a precios razonables. Algunos de estos nombres fueron: Adidas, Danone, Grifols, SAP, Inditex, entre otros.



DEMOCRATIC
CAPITAL SICAV

Así pues, la cartera a 31 de marzo era la siguiente:

- 40% comprado en acciones de gran calidad
- 40% largo en oro, plata y minas de metales preciosos

Es decir, pasamos de tener en cartera un 40% de activos bajistas a tener un 40% de la cartera comprada de acciones. Como ya hemos comentado, la posición en oro y minas no ha sufrido variaciones.

Estrategia y cartera próximos trimestres

Sinceramente, desconocemos cuándo acabará esta pesadilla en forma de virus, cuándo la ciencia encontrará una vacuna o cuándo finalizará el confinamiento. De la misma forma, tampoco sabemos el alcance que va a tener la pandemia en la economía mundial ni cómo ni cuándo va a ser la recuperación. Hemos leído infinidad de informes y *papers* de reconocidas casas y profesionales y la dispersión de opiniones es abismal. Desde el agorero que predice una caída al PIB del 20% a quién asegura que la economía en junio funcionará a niveles pre-virus.

Podemos asegurar que la situación final será mejor que la que promulga el más pesimista, pero peor que la que predice el más optimista.

Como hacer predicciones es muy complicado intentaremos ser muy racionales.

Por ejemplo, Adidas a principios de año cotizaba por encima de 300 euros la acción. Después de la corrección llegó a cotizar 160. Es evidente, ya lo decíamos, que Adidas a 300 euros estaba cara. Creemos, de la misma forma, que por debajo de 200 euros es una empresa a tener en cartera. ¿Acaso Adidas no venderá zapatillas este año? Con toda seguridad su facturación bajará este año 2020, posiblemente la del 2021 aún no sea la misma que la de 2019, pero de lo que estamos muy convencidos es de que Adidas seguirá existiendo.

Podemos aplicar el mismo razonamiento a muchas empresas.

Siguiendo esta lógica, en el inicio de este documento comentábamos que nuestro precio objetivo de los últimos dos años para el Eurostoxx era de 3.300 – 3.500 puntos. Eso nos proporcionaba una guía para poder comprar en zonas de 2.800 (diciembre 2018) y vender en zonas de 3.800 (inicios 2020). Ahora es muy complicado establecer cual sería un precio justo o *Fair Value* para los índices, porque es difícil tener una clara visibilidad del futuro. Sin embargo, si nos aventuramos a decir que en condiciones actuales el Eurostoxx podría estar bien valorado entre 2.800 y 3.000 puntos, un 15% por debajo de la valoración anterior, podríamos no equivocarnos mucho.



DEMOCRATIC
CAPITAL SICAV

Así pues, si en correcciones el índice europeo cae hasta niveles de 2.200, en este punto, creemos que se pueden realizar compras de acciones con cierto margen de seguridad.

Esto es exactamente lo que hicimos durante la primera quincena de marzo: acumular acciones de gran calidad y con una gran visibilidad de futuro. Nos decantamos por este tipo de acciones porque en momentos como los actuales prima la seguridad. Es cierto que podríamos ganar más invirtiendo en acciones como la aerolínea IAG, pero con mucho más riesgo ya que es un sector muy afectado por la pandemia y podría haber quiebras.

Decidimos invertir en empresas con poca o razonable deuda y que fuesen líderes en sus sectores. Decidimos evitar aquellos sectores más perjudicados (turismo, consumo cíclico, bancos, etc.). De esta forma, creemos que el margen de seguridad es aún mayor.

El porcentaje invertido en este apartado será variable entre el 0% y el 40%. Cuando el Eurostoxx baje a niveles cercanos a 2.200 estaremos invertidos sobre el 40% y a medida que se aproxime a los 3.000 iremos reduciendo la exposición.

Esta va a ser nuestra principal estrategia para los próximos meses. De esta manera, aprovechamos la volatilidad, mantenemos el riesgo controlado y podemos sacar partido de los vaivenes de los mercados.

De hecho, mientras redactamos este documento, la exposición a Renta Variable ha quedado en un testimonial 2%, desde el 38% que compramos durante el mes de marzo. El Eurostoxx ha subido de 2.200 a 2.900 en menos de un mes, un 30% de revalorización. El margen de seguridad es mucho menor y la situación económica continúa siendo exactamente igual de difícil, con lo que a estos niveles ya no nos compensa estar invertidos en acciones.

Lo ocurrido este último mes es un claro ejemplo de cuál va a ser nuestra forma de operar los próximos meses.

Por otro lado, tenemos la parte dedicada al oro y las minas. Así como decíamos que en la exposición a la Renta Variable íbamos a ser muy tácticos, en lo que se refiere a este activo la inversión es una parte estructural de la cartera y no debería sufrir grandes modificaciones.

Desde hace ya más de dos años el equipo de gestión de Democratic ha insistido en la importancia de invertir en oro y en la oportunidad que representa actualmente y para el futuro próximo y lejano.



DEMOCRATIC
CAPITAL SICAV

Los Bancos Centrales están tomando las mismas decisiones que tomaron tras la crisis de 2008 y están eligiendo superar los problemas económicos actuales con inyecciones monetarias de tamaño astronómico. La ya conocida como “flexibilización cuantitativa”, no consiste en otra cosa más que en inundar el Mundo de billetes para permitir que un sistema corrupto y quebrado continúe existiendo. Para que todo no estalle de un momento a otro la única solución posible es la implementación de estas herramientas *sine die*.

Por otro lado, los gobiernos de todos los países, ahora más que nunca, tienen carta blanca para incrementar su déficit y su deuda, amparados por la lucha contra la pandemia.

Este marco económico mundial, poco confuso, no hace más que apoyar la tesis de que tener en cartera un activo de valor real como el oro es, ha sido y será una buena decisión.

El oro ha subido más de un 50% los últimos años y todo indica que la tendencia alcista no ha hecho más que empezar.

En cambio, las minas de oro, han sido un activo financiero con una evolución un tanto errática los últimos años. Algunas empresas han tenido un comportamiento excelente, mientras en otras, ha sido decepcionante. El precio del oro no se encuentra lejos de los máximos históricos cotizados en 2012 mientras que el índice de empresas mineras cotizadas en bolsa cotiza aún muy lejos de sus máximos.

Creemos, por tanto, que invertir en oro y empresas mineras es una decisión que a medio y largo plazo podría aportar una gran rentabilidad más allá de lo que hagan los mercados financieros.

El primer trimestre ha sido muy complicado y el resultado obtenido muy decepcionante. Sin embargo, tenemos motivos para pensar que la estrategia planteada debería ser la adecuada para los próximos meses.

El mercado va tener mucha volatilidad y la flexibilidad en la gestión de Democratic es una ventaja que debemos aprovechar. Las mejores oportunidades siempre surgen de los momentos más difíciles.

Esperamos que todos estén bien de salud, también sus familias y amigos y que pronto podamos volver a una vida lo más parecido a lo normal que sea posible.

Un abrazo,

Hugo Casanovas
Presidente Democratic Capital SICAV