



BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

Carta Semestral a Inversores

I Semestre 2024

B  
H

Estimados inversores:

Para comenzar, queremos que las primeras palabras de nuestra Carta sean para agradecerles una vez más su confianza al invertir en los fondos que gestionamos y en los que, como saben, también invertimos junto a ustedes. No nos cansamos de insistir en este punto porque, si bien es verdad que nosotros invertimos todo nuestro patrimonio financiero en los fondos junto a ustedes, nosotros somos también gestores y es nuestra la convicción de en qué valores invertimos. Sin embargo, ustedes no son gestores, solo inversores, y confían en nosotros y nuestra convicción igualmente.

	2024	Inicio	TAE	
B&H Deuda	+3,0%	+12,4%	+2,7%	Inicio 02/2020
				
Índice de Referencia (1)	+0,4%	-11,5%		
B&H Bonds	+4,5%	+38,3%	+4,0%	Inicio 12/2015
				
Índice de Referencia (2)	+2,0%	+8,1%		
B&H Flexible	+6,5%	+176,8%	+7,5%	Inicio 06/2010
				
Índice de Referencia (3)	+8,2%	+104,0%		
B&H Equity	+9,6%	+366,3%	+8,0%	Inicio 08/2004
Índice de Referencia (4)	+14,7%	+325,9%		

Rentabilidades a fecha 29/07/2024

Índices de Referencia

(1) Iboxx Euro Overall Total Return

(2) Bloomberg Euro Aggregate Corporate Bond

(3) 50% MSCI World net + 50% Bloomberg Euro Aggregate Corporate Bond | 25% MSCI World Net + 75% Barclays Euro Aggregate Corporate Bond 5-10 years hasta 03/2019

(4) MSCI World Total Return Net | MSCI Europe Total Return Net hasta 03/2019

En lo que va de este año 2024, los mercados se han comportado de forma **alcista** tanto en renta variable como en renta fija, lo que ha permitido a nuestros fondos **continuar con su positiva evolución** conseguida a lo largo del año pasado y seguir aportando rentabilidades acordes con lo que comentábamos hace unos meses en nuestra [anterior Carta Semestral](#).

Como resultado de esta positiva evolución -ciertamente, no exenta de vaivenes de corto plazo- junto con las suscripciones de nuevos y antiguos inversores, en Buy & Hold SGIIC **hemos superado ya la cota de los 450 millones de euros bajo gestión**. Un nuevo hito que es fruto de la confianza de nuestros partícipes en las estrategias de inversión de cada uno de nuestros fondos y en la **atención a los horizontes temporales aconsejados** para ellos, cuyo cumplimiento permite obtener los mejores rendimientos.

### **Dos mundos complementarios (no excluyentes) para el mejor resultado**

---

En atención a la marcha de los mercados en estos últimos meses y las previsiones que tenemos para nuestras estrategias, hemos querido empezar nuestra Carta fijándonos en nuestro fondo mixto: **B&H Flexible**. A menudo, solo nos hemos detenido de pasada en él, por lo que consideramos que **es el momento idóneo** para centrarnos un poco más en sus características y perspectivas. Y no solo porque acabe de celebrar su 14º aniversario.

**B&H Flexible**  
**14º aniversario**



A lo largo de estos **casi tres lustros de track record**, B&H Flexible acumula una rentabilidad cercana al 180%, lo que supone que **sus primeros inversores ya han casi triplicado su patrimonio inicial**. Una marca que sitúa nuestro fondo mixto entre los líderes de su categoría y que, por hacer el porcentaje más tangible, se traduce en una rentabilidad anualizada (TAE) del 7,5% neta de comisiones, de manera que supera con creces incluso la evolución de un buen puñado de fondos de pura renta variable en este periodo.

Desde su origen, gracias a una estrategia flexible en la que sobreponderamos los mercados y activos donde percibimos un mayor potencial a un riesgo comparable, la **brecha a favor de nuestro fondo es de más de 74 puntos de rentabilidad** frente a la media de su categoría. Y con una volatilidad anualizada muy contenida del 9,8%, lo que supone aproximadamente la mitad de lo que marcan como media los fondos de inversión en renta variable y con resultados que, como hemos señalado, resultan incluso más atractivos para el inversor que busque ganancias sólidas y consistentes en lugar de **probar suerte con el próximo 'pelotazo' en bolsa**.

En otras palabras, si pensamos que con renta fija podemos lograr retornos propios de la renta variable, entonces, procuraremos sobreponderar los bonos. Si creemos que la volatilidad de las **acciones** nos va a dar una gran diferencia de retorno a su favor sobre los **bonos**, entonces, damos más peso a la parte de bolsa de la cartera.

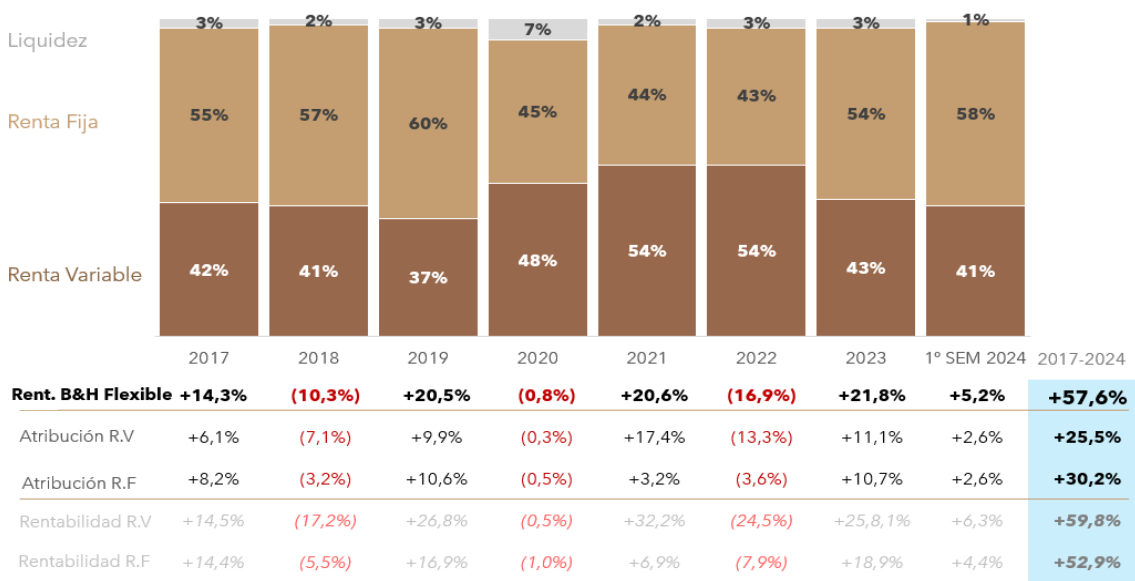
Dicho esto, el fondo nos permite oscilar entre pesos del 20% y del 80% para la renta variable. No obstante, lo cierto es que, en **los 14 años ya cumplidos que tiene el fondo**, nos hemos movido en ponderaciones de entre el 30% y el 60% en bolsa. Es más, en los últimos ocho años, el rango ha sido todavía más estrecho: entre el 35% y el 55%. Y mientras escribimos estas líneas la renta variable representa un 45% de la cartera de B&H Flexible.

## La contribución de la renta fija

Una vez comentados estos pesos, conviene recordar que, si bien para muchas firmas de inversión la renta fija ha sido prácticamente anatema hasta hace poco más de un año, en Buy & Hold siempre hemos defendido su potencial y atractivo inversor. Y los números de rentabilidad obtenidos por nuestros fondos lo han confirmado. La contribución de esta parte de la cartera a la evolución de B&H Flexible alcanza un 29,7% en los últimos siete años, lo que en realidad supone casi cuatro puntos porcentuales más que la parte de renta variable. Y siempre con unos riesgos más cuantificables y ajustados.

En este periodo de los últimos siete años -desde que el fondo cuenta con su versión española B&H Flexible FI-, las posiciones en renta fija de este producto han alcanzado rentabilidades de doble dígito hasta en tres ocasiones, como se aprecia en el siguiente gráfico. Y para no ocultar nada, su peor acumulado anual -correspondiente al bajista 2022- fue de un 7,9% abajo, sensiblemente más llevadero que el desplome de más del 13% que se anotó el índice de bonos de referencia. ¡Ah, y al año siguiente no solo recuperó lo perdido! Además, consiguió cerrar 2023 en nuevos máximos históricos que, desde entonces, viene reeditando prácticamente cada mes.

### B&H Flexible Atribución histórica de rentabilidad



Aquí cabe mencionar que, como siempre hemos explicado en Buy & Hold, **no hacemos apuestas macroeconómicas** ni intentamos capturar cada pequeño movimiento de un mercado que últimamente sigue con nerviosismo cada nuevo dato de **inflación** y, con más desazón si cabe, cada declaración de los gobernantes de los grandes **bancos centrales** del mundo. Sin embargo, todo parece indicar que la suavización de tipos comenzada ya en la Eurozona continuará a medio plazo.

Aunque insistimos en que el convencimiento en nuestras carteras no depende de dónde vayan a estar los tipos de interés oficiales ni el mes que viene ni dentro de dos, esta tendencia supondría -sin duda- **un impulso adicional por revalorización en precio** para nuestras posiciones en bonos. Y no solo eso, sino que se propiciaría el regreso de posiciones inversoras hacia la renta variable y, por tanto, la **revalorización** de aquellas cotizadas con negocios y finanzas más sólidos, como las que precisamente conforman nuestras posiciones en este mercado.

A pesar de esta correlación entre las acciones cotizadas y los bonos corporativos, que en jerga financiera se conocen como crédito, en Buy & Hold consideramos que con una buena y **escrupulosa selección** -fruto de un profundo análisis caso por caso (*bottom up*, en inglés)- deben considerarse como **dos activos muy diferentes que conviene considerar en una cartera más bien como complementarios que como excluyentes**. La clave para decantarse más decididamente por uno u otro debe estar en el perfil de riesgo y el horizonte temporal de cada inversor.

Con estos principios bien presentes, hemos ido modulando las posiciones del fondo B&H Flexible a lo largo del año, buscando los activos que en cada momento han ido ofreciendo **una mejor recompensa para el riesgo asumido**. En este sentido, hemos mantenido bastante estable una asignación del entorno del 55% para la renta fija y del 45% para la renta variable, como ya habíamos señalado unos párrafos más arriba.

## El potencial de la deuda bancaria

Dentro de la primera pata de esta estrategia, mantenemos una buena exposición a **bonos Tier 1 del sector bancario**. Mejor dicho, a emisiones muy concretas de entidades financieras muy concretas que en los últimos años han reforzado con creces la solidez de su balance y **no parecen susceptibles de darnos ningún susto** en los plazos a los que hemos tomado sus emisiones. Al contrario, nos han dado y nos siguen dando muchas alegrías.

Actualmente, el peso de esta tipología de bonos en B&H Flexible es del 31%, con lo que es sin duda su posición agregada más destacada. Como nuestros partícipes recordarán de la [Carta de hace un año](#), esta parte de la cartera la construimos precisamente aprovechando **la oportunidad que trajo la crisis de Credit Suisse** en la primavera de 2023. Durante este tiempo, hemos procedido a la venta de las emisiones en las que se ha producido un ajuste más rápido de las valoraciones, mientras que mantenemos peso -o incluso lo hemos incrementado- en las emisiones que siguen ofreciendo un interesante potencial, además de unos elevados cupones que **hacen muy probable que sean recompradas por las entidades financieras que los emitieron** en la primera oportunidad que establezca para ello el folleto de la emisión.



Entre estas emisiones de entidades bancarias, la más destacable para nosotros ahora mismo es **Cajamar**, que supone cerca de un 9% de la cartera. Cuando invertimos en 2023 en sus títulos, estos cotizaban en el entorno de 81,00, mientras que en la actualidad rondan el 100,60. Esta diferencia cercana ya a los 20 puntos para la rentabilidad de nuestro fondo se suma el cupón que el bono ha ido devengando del 5,5%.

Aunque esta evolución podría achacarse a la buena suerte, lo cierto es que se debe al buen tino en la elección de nuestras posiciones de crédito y a **la facilidad que nuestra independencia nos da para actuar con convicción en momentos de agitación para el mercado**, como fue la crisis del entonces segundo mayor banco de Suiza. En este sentido, aquel episodio no cambió en nada los fundamentales de Cajamar y en nada afectó a sus números. Desde entonces, no ha hecho más que seguir mejorando su solvencia; al punto de que **ha sido blanco de sucesivas mejoras de calificación crediticia** por parte de las agencias S&P y Fitch Ratings.

Otro nombre que nos ha dado alegrías recientes y que hemos incorporado a nuestras carteras en el mercado primario -es decir, según se emitió- es **Eroski**. Con un cupón del 10,7%, aquellos bonos que incorporamos a un precio de 100,00 (a la par) cotizan ahora -solo unos meses después- por encima de 108,00. Si bien es una compañía con no buenos recuerdos por la compra de Caprabo que realizó en el pasado a costa de emitir deuda hasta alcanzar un apalancamiento extremo, justo eso es lo que nos ha convencido para saber que la cadena de supermercados ya **está vacunada de volver a padecer ese mismo mal**. Con un apalancamiento actual inferior a tres veces Ebitda, aquella mala estrategia pasada es la que resultó en un cupón tan elevado para la emisión, que -en nuestra opinión- no hizo más que aumentar su atractivo.

Aunque hemos mencionado dos nombres españoles por ser buenos conocidos de gran parte de nuestros inversores, hemos estado también en bonos de bancos australianos, contamos con bonos de inmobiliarias alemanas



e inglesas, de una petrolera sueca... En resumen, **invertimos allí donde vemos valor**, lo que supone un potencial fundamentado de mejora del precio del bono más allá del *carry* propio del cupón, sin imponernos corsés sectoriales, geográficos o de otro tipo.

De este modo, mientras redactamos esta Carta, la rentabilidad de la cartera de renta fija de este fondo en el peor escenario (*yield to worst*, en inglés) es del 7,8%. Este escenario consiste en el supuesto de que no nos recomprasen anticipadamente ningún bono de nuestra cartera, lo que ya hemos comentado que nos parece bastante improbable en muchos casos.

Esta última cifra de rentabilidad conviene ponerla en contraposición con el rendimiento del bono español a 10 años del 3,2%, del alemán del 2,3% y de las letras del Tesoro del 3,1%. Y también frente a la tan comentada inflación, que en su tasa general avanzada de este mismo julio fue del 2,8% en empate con la subyacente del mes. Por lo tanto, **estamos invertidos a tipos de interés reales positivos**, protegiéndonos de la inflación.

### B&H Bonds / B&H Renta Fija

---

Esta misma situación de rentabilidades reales se produce en el que es **nuestro fondo de renta fija pura con más trayectoria** y que a comienzos de este año [superó los 100 millones de euros bajo gestión](#). Como ya dijimos hace seis meses, goza de **la cartera con la mejor calidad de su historia** y de una *yield* media superior al 6%. Si bien esta última cifra ya duplica por sí sola la actual tasa de inflación, gracias a la revalorización por precio de los bonos de su cartera, confiamos en cerrar el año en rentabilidades superiores. Incluso después de un 2023 en el que nuestro fondo aportó rentabilidades de doble dígito a sus partícipes, batiendo a los principales índices globales y sectoriales de referencia en renta fija, y con más de la mitad de la cartera invertida en **bonos con grado de inversión**.

Con un horizonte temporal mínimo recomendado de 24 meses para obtener el mejor rendimiento de la cartera de este fondo, **la duración media de su cartera se mantiene ligeramente por encima de 3**, lo que supone que mantenemos nuestra tesis de que no hay necesidad de alargar innecesariamente plazos mientras la recompensa adicional recibida a cambio de la asunción de este riesgo siga sin ser verdaderamente clara.

### B&H Deuda

---

En nuestro **fondo más joven y más conservador** hemos cumplido un año ya con la estrategia de invertir [el 100% de la cartera en emisiones investment grade](#), pero, gracias a la gestión activa que es seña de identidad de Buy & Hold, **su predecible potencial de riesgos muy ajustados se sigue renovando y nutriendo**. El crecimiento de casi el 90% que ha experimentado en su patrimonio en los últimos 12 meses podría repetirse de aquí a final de año impulsado por la entrada de nuevos inversores, las nuevas suscripciones de sus partícipes ya presentes y el potencial que calculamos para sus posiciones.

### Renta Variable: nuestra visión y estrategia

---



Una vez repasadas en detalle nuestras estrategias en renta fija, tanto en nuestros fondos que invierten exclusivamente en este mercado, como en B&H Flexible, nos detenemos ahora en nuestra visión sobre la renta variable, tanto para nuestro fondo mixto como para **B&H Equity / B&H Acciones**.

Después de la corrección del mercado en 2022, año en el que únicamente las acciones ligadas a energía e hidrocarburos tuvieron rentabilidades positivas, el año 2023 y lo que llevamos de 2024 han estado marcados por la **recuperación de los valores ligados a la tecnología**, los más castigados hace dos años, y muy especialmente de los llamados ‘Siete Magníficos’: Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta, Tesla y Nvidia. En nuestra [Carta Semestral de enero de este año](#), señalábamos que los valores de pequeña y mediana capitalización se habían quedado muy atrás en la recuperación de los índices bursátiles e indicábamos que habíamos aumentado el peso en ellos. Sin embargo, en lo que va de año, **la evolución de estos últimos ha continuado siendo excepcional**, sin que a día de hoy haya habido una verdadera recuperación de los pequeños.

La temática que ha movido los mercados en lo que va de 2024 ha sido la **explosión de las tecnologías de Inteligencia Artificial (IA)**. Una revolución con múltiples repercusiones en distintos sectores de renta variable y que beneficia, sobre todo, a las acciones tecnológicas de enorme capitalización. Esta explosión se origina, sobre todo, a partir del éxito de la aplicación de lenguaje Chat GPT que el CEO de Microsoft anunció a comienzos de 2023.

La IA que fundamenta los modelos lingüísticos actuales, como el de Chat GPT, no es deductiva -como **se había intentado hacer durante décadas sin éxito**-, sino inductiva; es decir, que predice la palabra y la respuesta adecuada en cada contexto lingüístico por inducción, por estadística basada en enormes bases de datos históricas. Realmente, estos modelos no son ‘inteligentes’ en el sentido que damos a esta palabra cuando la aplicamos a personas, porque realmente no ‘entienden’ el sentido del lenguaje, sino que simplemente **originan palabras con base en un análisis estadístico de patrones y repeticiones**. Es decir, carecen de lo que comúnmente denominamos ‘sentido común’.

Es por ello por lo que hay determinadas aplicaciones en las que el uso de la IA puede tardar y generar errores que **requerirán constante supervisión humana**, como, por ejemplo:

- Creación lingüística.
- Elaboración de informes o resúmenes.
- Resolución de problemas multidisciplinares como la tramitación de un siniestro en un seguro.
- Atención lingüística al cliente.

Pero hay otras aplicaciones donde se pueden conseguir grandes avances y ahorros de tiempo de forma más inmediata porque, aunque requieran supervisión humana, **resuelven una enorme cantidad de análisis y trabajo inicial** que anteriormente se realizaba por personas, como, por ejemplo:

- Todo lo relacionado con el diseño y la programación.
- Utilización de modelos moleculares para el desarrollo de nuevos medicamentos.
- Análisis de patrones para diagnosticar problemas, enfermedades, errores, etc.
- Tareas de supervisión de inteligencia militar, policial, etc.

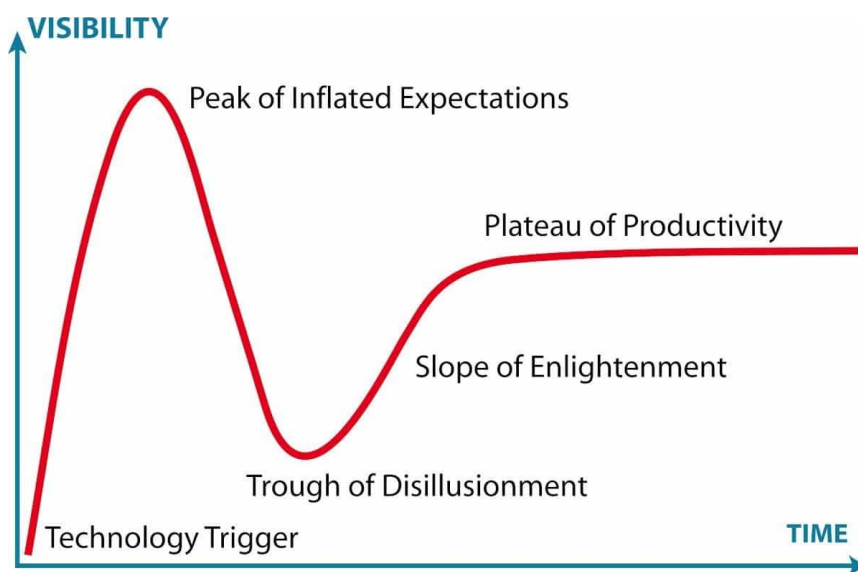
Actualmente, hay una gran dispersión de opiniones sobre la utilidad y la potencialidad de la IA. Economistas de renombrado prestigio, como Daron Acemoğlu, Profesor de Economía del MIT, son **escépticos**. Mientras tanto, la opinión dominante, sobre todo en los mercados de capitales, es claramente **optimista**, como se ha reflejado en el ascenso durante este año de las acciones de los 'Siete Magníficos'. Y muy especialmente de Nvidia.

La opinión que tenemos en Buy & Hold es que, **al igual que la aparición de Internet en la década de los 90 revolucionó el mundo**, lo mismo va a suceder con la IA. Sin embargo, como dicen los ingleses, el diablo está en la letra

pequeña, así que la duda está en con qué rapidez, profundidad y alcance y qué empresas se verán beneficiadas por esta disrupción.

A finales de los 90, las acciones vinculadas a Internet **subieron como la espuma** en los mercados de capitales. Todo lo que 'olía' a Internet se revalorizaba sin freno. Recuerden Terra, Telefónica o Vodafone... Sin embargo, no fue hasta diez años después cuando comenzaron a surgir los verdaderos beneficiarios de Internet: Amazon, Google, Facebook... Y **la mayoría de las empresas que surgieron en el boom del año 2000 se estrellaron en los años siguientes.**

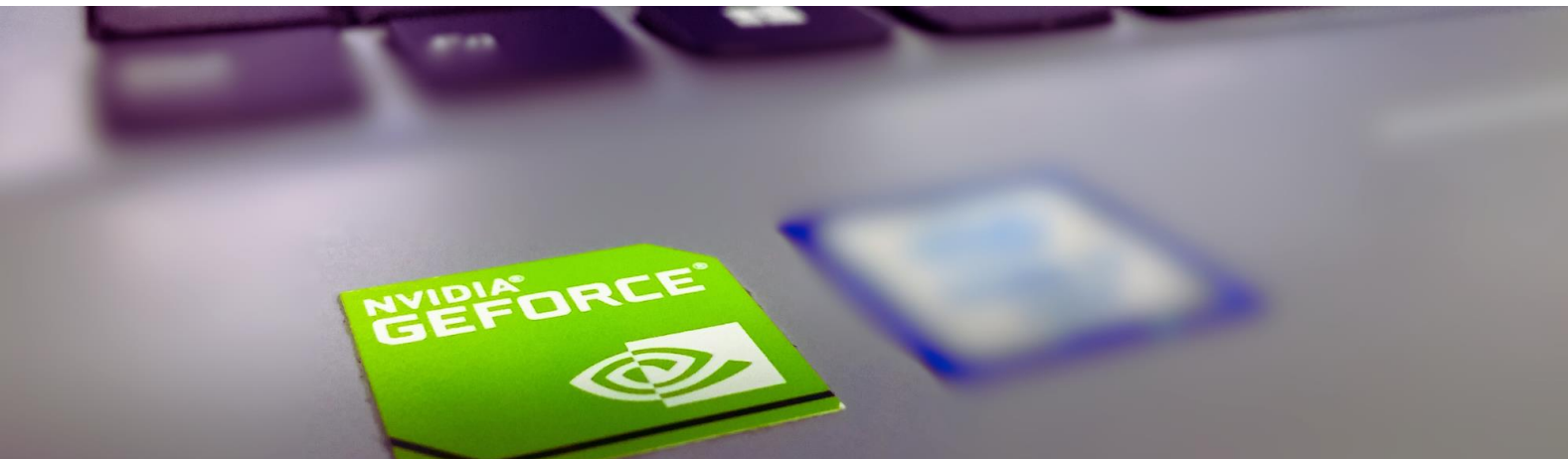
La consultora tecnológica Gartner dibuja un patrón que sucede en nuevas y prometedoras tecnologías, como fue Internet en su día y como puede ser la IA hoy, y que podríamos traducir como el 'hiperciclo':



*Hiperciclo de la disrupción tecnológica. Gartner (2018)*

Es bastante **probable que nos encontremos en el pico de este gráfico** justo antes de iniciar una senda descendente. No obstante, si nos arremangamos y comenzamos a analizar los principales implicados podemos decir...

## Nvidia



Parece claro que la revolución de la IA es principalmente un enorme éxito para Nvidia, cuyo CEO, Jensen Huang, había estado pronosticándola desde hace una década. La IA es posible por la enorme reducción en el coste de computación generado por las GPU (tarjetas/unidades de procesamiento gráfico) en las que esta compañía **fue pionera y es actualmente la líder indiscutible**. Al contrario que las CPU (tarjetas/unidades de procesamiento central), que constituyen la inteligencia de los sistemas de computación y realizan tareas secuenciales, las GPU permiten el tratamiento en paralelo de una gran cantidad de cálculos sencillos. Las **GPU** originalmente se utilizaron para la gestión de los píxeles que forman las imágenes en la industria de los videojuegos, pero posteriormente se ha demostrado que son muy útiles aplicadas a la mejora de la computación con fines estadísticos e inductivos, es decir, para la búsqueda de patrones predictivos de IA.

Gracias a esta visión estratégica y a su excelencia tecnológica, Nvidia ha resultado ser prácticamente el único proveedor de chips de IA, con una cuota de mercado superior al 90%. La facturación de Nvidia estimada por el consenso de analistas de *Bloomberg* para 2025 es 4,5 veces superior a la de 2023 y su **beneficio por acción es casi 20 veces mayor al de 2023** y casi 10 veces el de 2022.

El éxito de Nvidia es indiscutible, pero la pregunta que debemos hacernos en este momento es **qué va a suceder a partir de aquí**. Y en este punto cabe observar varias cosas:

- Muchas empresas, desde los propios clientes de Nvidia como los llamados *hyperscalers* (Microsoft, Amazon y Alphabet) hasta competidores tradicionales como AMD o Intel están haciendo enormes esfuerzos por entrar en un mercado de elevadas tasas de crecimiento... ¡¡y márgenes operativos del 70%!! Sí, han leído bien, este es el margen de Nvidia estimado para este año.
- Si el modelo de Gartner -cuyo gráfico acabamos de mostrarles- finalmente se materializa, Nvidia sufrirá una gran caída de ventas y beneficios en los próximos años, porque no olvidemos que el mercado de semiconductores es muy cíclico
- Nvidia está actualmente compitiendo por ser empresa de mayor capitalización del mundo, a la par en tamaño a Microsoft y Apple. Es decir, **muchas buenas noticias están ya descontadas**.

### Los *hyperscalers* (Amazon, Microsoft y Alphabet)

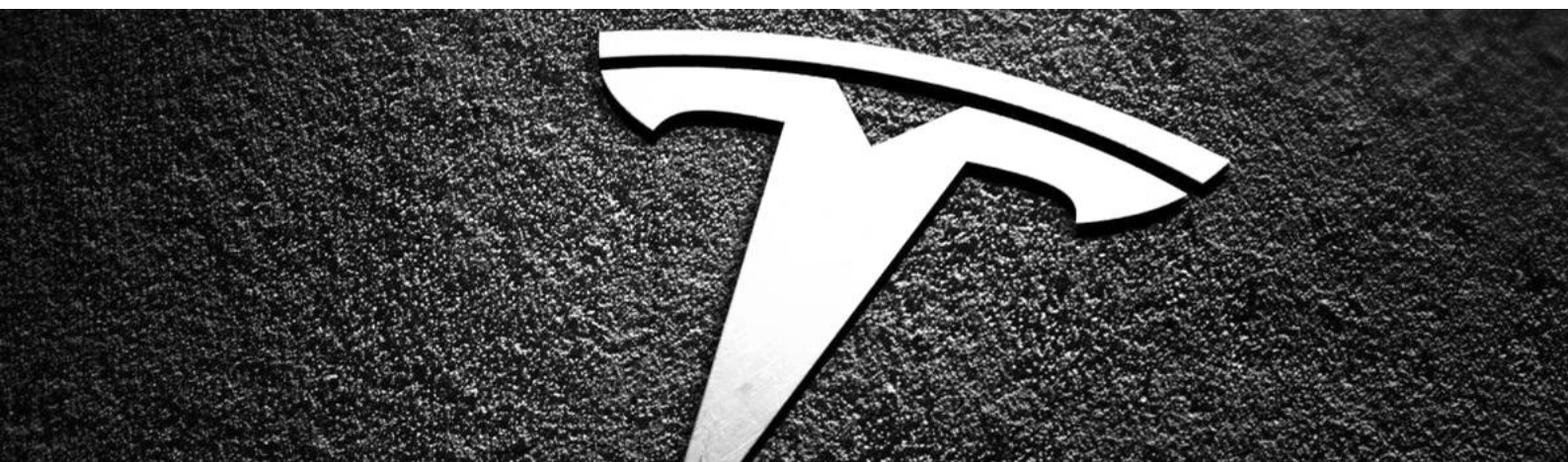
---

Las tareas de computación necesarias para generar modelos de IA, deben realizarse en centros enormes de computación que, por su coste astronómico, normalmente se alquilan en la nube en función del uso en lugar de hacer las inversiones necesarias para tenerlos en propiedad. Este negocio de **la computación en la nube es un oligopolio de tres únicos actores**: Amazon, Microsoft y Alphabet. Estas tres empresas son clientes de Nvidia, a la que compran los chips para poder operar sus centros de datos.

Las inversiones conjuntas estimadas para 2024 de estos tres operadores, junto con las de Meta -que, aunque no tiene un negocio para terceros en la nube, sí cuenta con sus propios centros de datos-, se acercan a los 200.000 millones de dólares. Aproximadamente, unos 50.000 millones de dólares al año para cada uno de ellos.

Llegados a este punto, podemos concluir varias cosas:

- Las inversiones para crear centros de computación suponen **una barrera de entrada enorme**, ya que no existen empresas que puedan mantener una inversión así de forma recurrente.
- Si el modelo de Gartner finalmente se confirma, los *hyperscalers* cortarán de forma inmediata el ritmo de inversión y esto tendrá un impacto limitado en sus beneficios, pues la mayor parte de ellos no proviene de la IA sino del comercio electrónico, la venta de *software*, la publicidad, etc. En otras palabras, el aumento de facturación por el éxito de la IA es un añadido a **negocios que ya de por sí son muy rentables y monopolísticos**.
- Si, al contrario, la IA prospera en aplicaciones que aumenten la utilidad y la facturación al cliente final, los *hyperscalers* serán los grandes beneficiados, junto con Nvidia, porque son los que operan los centros de datos de IA en la nube y su facturación aumentará en línea con el crecimiento de la IA.



## Tesla

---

Como pronosticamos en nuestra [Carta Semestral de enero de 2021](#), el **negocio del coche eléctrico se está convirtiendo en una commodity** a pasos de gigante. Y, en este escenario, solo los operadores de menor coste marginal pueden



vencer; es decir, los fabricantes chinos. Dicho de otra forma, el negocio de fabricar coches eléctricos cada día se parece más y más al negocio supercompetitivo de **márgenes pequeños y grandes inversiones** que es la industria tradicional del automóvil. Para escapar de esta situación, Tesla está haciendo un gran esfuerzo para moverse a una línea de mucho mayor valor añadido que es la creación de un *software* que permita la conducción autónoma, utilizando técnicas de tratamiento de datos de IA.

¿Qué podemos decir sobre ello?

- La creación de un *software* de IA que permita una verdadera conducción autónoma supondría una barrera de entrada importante en la fabricación de automóviles.
- Tesla ha hecho un gran esfuerzo aquí y, según diversos informes, parece que su tecnología es puntera en este asunto, aunque todavía no ha alcanzado un punto de total autonomía en la conducción.
- En nuestra humilde opinión, somos incapaces de saber si Tesla llegará o no a un punto de **conducción autónoma total** e incluso, aunque lo hiciera, cuál sería el alcance de este éxito comparado con otros competidores como Waymo, el modelo de conducción autónoma de Alphabet.
- Si Tesla fracasa en ese punto, el precio de su acción se encontraría enormemente **sobrevalorado**. Si, por el contrario, tiene éxito, gran parte de las noticias positivas ya están descontadas, ya que la capitalización de Tesla es actualmente de 700.000 millones de dólares, cuando una capitalización para un fabricante de automóviles estaría más bien en el entorno de unos 60.000 - 20.000 millones de dólares.

Con este análisis, podemos concluir que pensamos que **la opción menos arriesgada para invertir en el desarrollo de la Inteligencia Artificial está en Amazon, Microsoft y Alphabet**, en las que aún mantenemos posiciones, mientras que el resto de opciones dentro de los 'Siete Magníficos' no compensan el riesgo que estaríamos asumiendo a día de hoy, aunque evidentemente el mundo es muy cambiante y **no paramos de analizar toda la**

**información** para ver nuevos ángulos que pueden habernos pasado desapercibidos.

Aparte de estas tres grandes empresas, donde vemos mayor valor es en el área de las pequeñas y medianas empresas, donde **hemos ido incrementando posiciones poco a poco** durante el año, pues -como hemos comentado más arriba- seguimos pensando que están muy infravaloradas.

El fin de la burbuja de las *puntocom* produjo un enorme repunte en la cotización de las **empresas pequeñas y medianas que habían sido olvidadas durante muchos años** a pesar de ser rentables y tener buenos resultados. En nuestra opinión, la burbuja *puntocom* no es totalmente comparable al momento actual, porque en el año 2000 había muchas empresas en pérdidas, mientras que ahora todas las empresas de las que hemos hablado son rentables y con modelos de negocio muy sólidos. No obstante, es verdad que hay un excesivo énfasis en la IA cuando **faltan por desarrollar aplicaciones rentables**, mientras que las empresas pequeñas y medianas que ya ganan dinero están totalmente olvidadas.

Concluimos aquí nuestra Carta de mediados de año agradeciéndoles, como siempre, su confianza y deseándoles unas buenas vacaciones y un merecido descanso. Esperamos volver a escribirles con el año ya terminado para comentar **buenas noticias y excelentes rentabilidades**.

Julián Pascual  
Presidente

Rafael Valera  
Consejero Delegado

Antonio Aspas  
Secretario

**D**

**H**