

7 de mayo de 2019



Fernando Bernad

Socio fundador y Codirector de Inversiones de Azvalor

Estimado inversor,

La razón última de escribir una carta a nuestros inversores es ilustrar los resultados obtenidos. En nuestro mundo ideal, esta carta sería cada cinco años, pues es el horizonte mínimo al que nosotros invertimos. Entendemos, sin embargo, que nuestros coinversores deben tener la información necesaria para juzgar nuestro trabajo. Con ese espíritu abordamos estas misivas trimestrales.

A continuación, presentamos los resultados obtenidos por nuestros principales fondos durante el primer trimestre de 2019.

La rentabilidad individual de cada inversor depende del valor liquidativo al que suscribió:

	ene-mar 2019		ene-mar 2019
Azvalor Internacional FI	14,8%	Azvalor Iberia FI	5,5%
MSCI Daily Net TR Europe Euro**	12,8%	85% IGTBM** / 15% PSI 20 TR	9,0%
Rentabilidad vs Índice	2,0%	Rentabilidad vs Índice	-3,5%

**Incluye dividendos

**Incluye dividendos

Desde una perspectiva más a largo plazo, a continuación, les mostramos la rentabilidad acumulada desde el lanzamiento de los fondos a finales de 2015 y su comparación con los índices de referencia:

	desde inicio*		desde inicio*
Azvalor Internacional FI	22,6%	Azvalor Iberia FI	19,4%
MSCI Daily Net TR Europe Euro**	12,8%	85% IGTBM** / 15% PSI 20 TR	6,6%
Rentabilidad vs Índice	9,8%	Rentabilidad vs Índice	12,8%

**Incluye dividendos

*13/11/2015

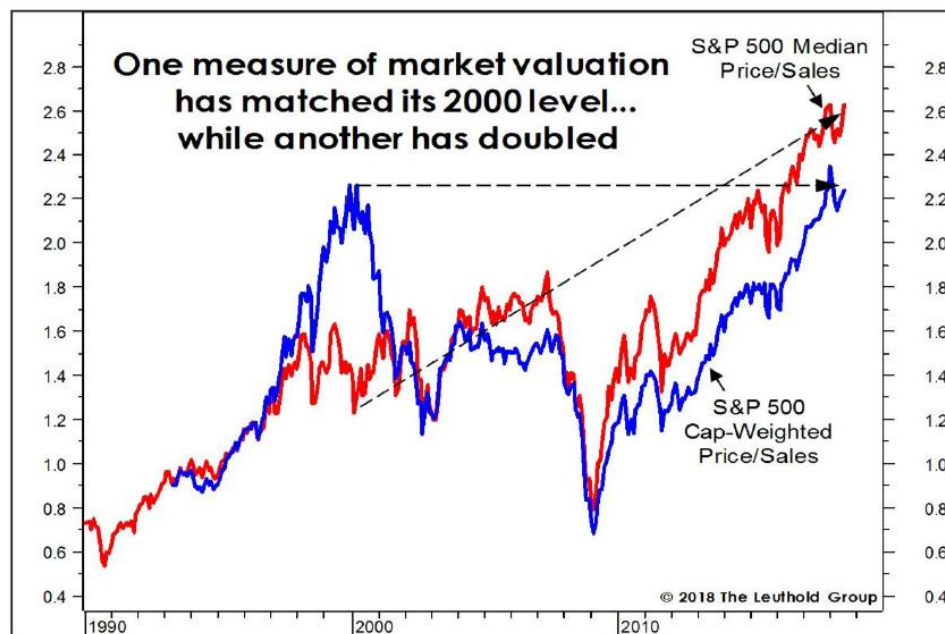
**Incluye dividendos

*13/11/2015

La tabla refleja que, tras 3 años y medio aproximadamente, nuestros fondos han ofrecido una rentabilidad positiva y han batido al mercado en ambos casos.

El "espíritu" con el que abordamos la inversión en Azvalor es el de invertir nuestro ahorro y el de nuestros coinversores de la mejor forma en que somos capaces con el objetivo de preservar su valor, protegerlo del efecto de la inflación y hacerlo crecer a largo plazo. Con este objetivo en mente, en nuestra trayectoria profesional hemos logrado batir a los mercados. Aunque no queremos hacer un pronóstico sobre lo que va a ocurrir, vemos nítidamente una fuerte discrepancia entre el gran atractivo de nuestras carteras y las del mercado en general.

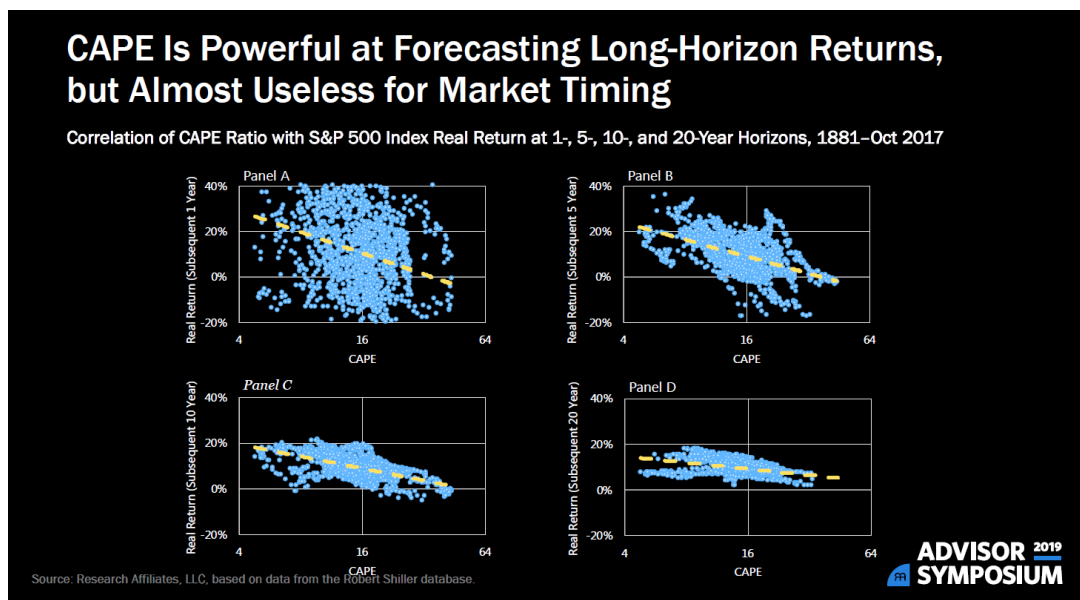
Llevamos tiempo diciendo que **las bolsas occidentales**, y en especial la americana, **están caras**. Esto lo comprobamos en el *bottom-up* (analizando las compañías), pero también se ve si nos fijamos en algunos ratios agregados. Por ejemplo, el famoso indicador de "Buffett" (valor total de mercado de las compañías cotizadas en USA/PIB) está en máximos históricos. O el gráfico siguiente, que pone en relación el de valor de mercado del S&P500 y las ventas, refleja que estamos en los niveles que se alcanzaron durante la burbuja "puntocom" en el año 2000 (o incluso muy por encima si atendemos a la mediana de las compañías, ya que las tecnológicas, que cotizaban especialmente caras, distorsionan los datos del 2000).



Y si nos fijamos en el PER, vemos que la bolsa americana está cotizando a unas 29x vs una media histórica de unas 16x (usamos el Shiller CAPE o *cyclically adjusted* PE, que toma la media de los beneficios realizados en los 10 años anteriores para ajustar por la fuerte elasticidad al ciclo económico que tienen los beneficios de un año concreto).

En las principales bolsas europeas la situación es algo menos extrema, pero no muy distinta; especialmente si neutralizamos el importante impacto que ha tenido en algunas de ellas (como la italiana o la española) la tremenda pérdida de valor acumulada desde el anterior pico por parte del sector bancario, dada su importante ponderación en los índices (caídas por razones que exigirían un análisis aparte).

¡Esto no quiere decir, por supuesto, que las bolsas vayan a caer mañana! Efectivamente, el punto de partida de las valoraciones, no explica el comportamiento de la bolsa a corto plazo. Pero sí lo hace a largo. En el gráfico siguiente, por ejemplo, se observa la correlación que existe desde 1881 a 2017 entre la rentabilidad de la bolsa americana y el nivel de partida de las valoraciones (Shiller CAPE) durante períodos de 1 año (Panel A), 5 años (panel B), 10 años (panel C) y 20 años (panel D).



Como se ve, la correlación a 10 años ya es muy robusta y aún más a 20 años. Por ejemplo, en el panel C apreciaríamos que con un punto de partida actualmente de 29x Shiller CAPE la expectativa histórica de rentabilidad real (deflactada por el IPC) en los siguientes 10 años sería de alrededor del 0% anual (es decir, en términos nominales subirá sólo en la medida en que lo haga la inflación). De nuevo, NO nos tomen “al pie de la letra” en esto. Nosotros desconfiamos profundamente de la exactitud como herramienta de predicción de este tipo de análisis, pero sí creemos que sirve de referencia para plasmar una sólida y sencilla idea: valoraciones caras = rentabilidades pobres a largo plazo.

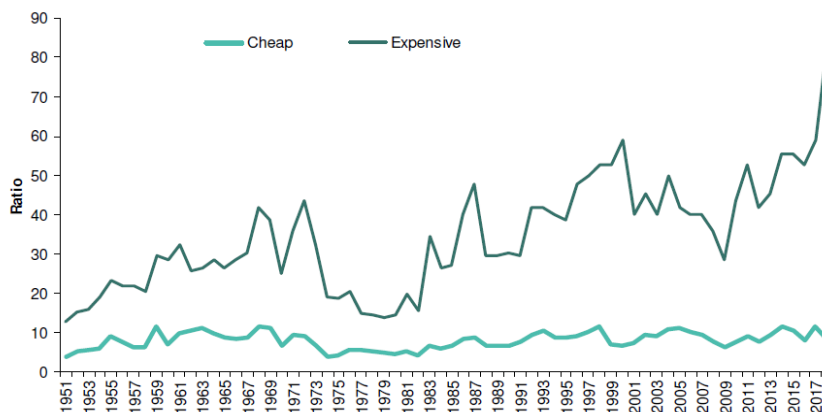
Si las valoraciones de las bolsas, en general, NO son atractivas, la situación de la renta fija es todavía peor, como ya advertíamos en la [carta trimestral anterior](#). En nuestra opinión, estamos ante la mayor burbuja de valoración de la historia de la renta fija, que ha llegado hasta el punto de suponer rentabilidades nominales negativas en gran parte de la deuda soberana de países desarrollados!

Esto es *contra natura* (desde el punto de vista de la acción humana) y el colmo para el ahorrador que decide prestar a estados híper-endeudados.

En este contexto, entendemos que es tentador tener efectivo, a pesar de que, no sólo no renta nada, sino que además va perdiendo poder adquisitivo por efecto de la inflación. Efectivamente, el "cash" tiene un valor de opción ante la posibilidad de caídas en los mercados (y de invertir a valoraciones más atractivas). No obstante, les advierto que la estrategia de esperar a invertir en momentos mejores es francamente difícil de llevar a cabo. ¿Cómo cree que reaccionará si en lugar de caer, las bolsas siguen subiendo? ¿Mantendrá la calma y la paciencia o claudicará y terminará invirtiendo más caro? ¿Cuánto debe caer para que realmente sea una oportunidad de compra? Les recuerdo que la evidencia demuestra de forma apabullante que el ahorrador medio se equivoca acerca de cuándo es el momento adecuado para invertir.

No obstante, el entorno difícil en que nos movemos, en los mercados de renta variable cotizan miles de compañías distintas, cada una sujeta a su propia "realidad" que es, hasta cierto punto, única. Por eso, afortunadamente, en cualquier momento de mercado existen compañías baratas y oportunidades de inversión.

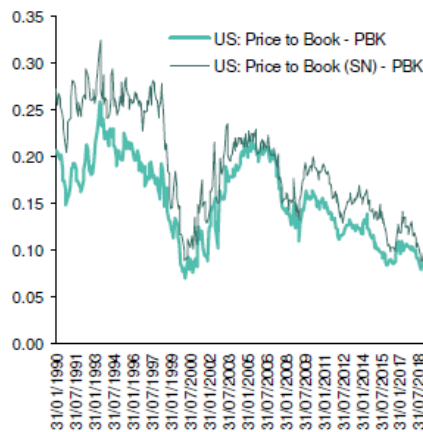
De hecho, el análisis de algunas estrategias de bolsa confirman que, **aunque de media el mercado está cotizando caro, la distribución de la valoración de las compañías está, no obstante, tremendamente polarizada.** Efectivamente, la DISCREPANCIA entre las compañías más caras y las más baratas es MAYOR que NUNCA. El siguiente gráfico sobre la bolsa americana, por ejemplo, refleja el PER del 20% más caro ("*Expensive*") y del 20% más barato ("*Cheap*") desde 1951.



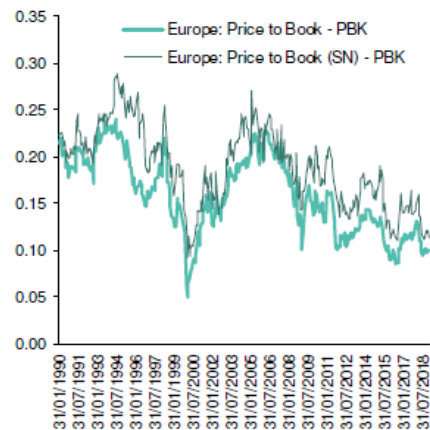
Source: Ken French Data Library, Bernstein analysis

Desde otro punto de vista similar, los dos gráficos siguientes reflejan la división del ratio precio/valor en libros del 20% de las compañías que lo tienen más bajo entre el 20% de las compañías que lo tienen más alto, para EEUU y Europa desde 1990. Igualmente se ve que el año 2000 y actualmente son los dos momentos en que la discrepancia en valoración de ambos extremos ha sido mayor.

US Price to Book valuation



Europe Price to Book valuation



Fuente: Bernstein Research

Aunque siempre hay una discrepancia en valoración (siempre existen compañías más caras que otras) estos gráficos también reflejan que la magnitud de la misma es muy cíclica, con tremendas oscilaciones entre máximos y mínimos a lo largo de los años. En el ejemplo anterior, el ratio ha oscilado entre un múltiplo de 3x y 20x desde 1990! (sería la inversa de lo que vemos en el gráfico). Insistimos, ahora mismo en términos relativos las compañías caras están carísimas o, dicho de otro modo, las compañías baratas están baratísimas.

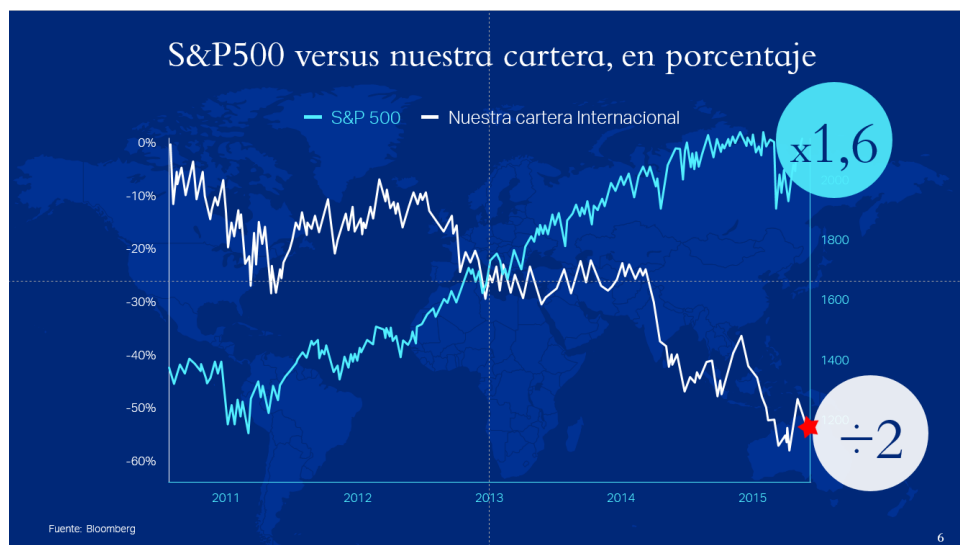
¡Ojo! Lo anterior no debe llevar a engaño, y pensar que es tan fácil como extraer los datos individuales de análisis como éste y elegir las compañías con múltiplos bajos y evitar el resto. NO ES TAN SENCILLO. Hay muchas compañías que cotizan a múltiplos bajos y que se pueden convertir en nefastas inversiones porque sufran un problema estructural; por ejemplo, porque afronten un negocio en declive pronunciado, sufran un problema de disrupción a causa de nuevas tecnologías, causas regulatorias, cambios de comportamiento del consumidor, o sufran un problema competitivo o de balance que pueda provocar una pérdida permanente de valor para los accionistas. Con este sencillo análisis solo queríamos poner en evidencia que las valoraciones en mercado están más polarizadas que nunca o casi nunca (al menos, desde el 2000, coincidiendo con la burbuja puntocom).

También hemos comentado en otras ocasiones **cuáles pueden ser los factores que expliquen esto:**

- La intensa “moda” por la gestión pasiva y la incesante proliferación de otros vehículos pasivos como los ETFs.
- La represión financiera (ausencia de rentabilidad en los bonos) ha provocado la compra “forzosa” de compañías percibidas como de calidad y con beneficios aparentemente estables, como sustitutos de los bonos.
- Las compras por parte de algunos bancos centrales que, con “bolsillos infinitos”, no se atienen a las reglas del resto de agentes de mercado (por ejemplo, el banco central suizo se ha convertido en gran comprador de acciones).
- La disrupción, casi omnipresente hoy en día sobre todo por el fenómeno online que está afectando a un gran número de industrias, y que provoca que muchas compañías coticen a múltiplos bajos por las “razones correctas”.

En este contexto de fuerte dispersión entre aparentes futuros “ganadores” y “perdedores”, nos parece que el “premio” para quien acierte los ganadores será más importante que de costumbre.

Y precisamente pensamos que nuestras carteras están especialmente baratas y que son una alternativa de inversión mucho más atractiva que invertir en los índices. Esto, en cierto modo, no es más que el reflejo de la disparidad en comportamiento entre las compañías que componen nuestras carteras (en la internacional, el caso más claro, hemos comprado las compañías tras acumular caídas del 50% desde sus anteriores máximos en 2011) y los índices (el S&P500 ha multiplicado por 1,6x desde entonces), como se refleja en el gráfico siguiente.



Efectivamente, nuestras carteras son, en nuestra opinión, una extraordinaria oportunidad de inversión. Estamos comprando buenos activos y lo estamos haciendo a precios que llegan a ser, en muchos casos, de saldo (de lo que dimos varios ejemplos en la [carta anterior](#), que recomendamos volver a consultar). Además, tenemos compañías que cuentan con balances sólidos y a cuyo frente encontramos un dueño que “se la juega” con nosotros y/o buenos equipos directivos y sistemas de incentivos. **Según nuestra valoración compañía a compañía, las carteras internacional e ibérica ofrecen, respectivamente, potenciales del 119% y 80%.**

La siguiente tabla refleja de forma sencilla y resumida el amplísimo “descuento” al que estamos invirtiendo en comparación con los índices.

	PER estimado
S&P 500	17,5
Stoxx 600	14,3
Azvalor Internacional	6,4
IGBM	14,2
Azvalor Iberia	7,3

Fuente: Facset, Azvalor

La oportunidad actual es históricamente relevante, porque una parte del mercado está muy cara y la otra muy barata. ¡Y ojo! Aunque no podemos prever cuándo, en bolsa las oportunidades de inversión se suelen agotar de forma abrupta, en unos pocos meses. Por ejemplo, en el año 2009 (nuestra etapa anterior) cuando en tan solo 9 meses la cartera internacional subió un 100%. O ya en Azvalor, en 2016, cuando en tan solo 8 meses subió un 45%.

Novedades en Azvalor

“Great Place to Work”

Es una satisfacción participarles de la obtención de dos premios que certifican a **Azvalor** como una de las mejores empresas para trabajar. Por segundo año consecutivo, nuestra gestora ha vuelto a ganar la certificación **Best Workplaces**, en la categoría de 50 a 500 empleados, que otorga la organización internacional **Great Place to Work**. Además, ha resultado ganadora en la categoría **Better For Business**, que reconoce la visión, misión y valores de la compañía, la alineación de intereses de sus empleados, y los resultados empresariales. Dos galardones que vienen a reconocer el trabajo en equipo y la persecución de la excelencia, algo de lo que nos sentimos orgullosos como colectivo y que queremos compartir con todos nuestros partícipes, que son quienes, con su confianza, lo hacen posible.

Equipo

Jorge Cruz, tras más de 4 años como analista de Azvalor, ha tomado la decisión de volver a la industria petrolera tras recibir oferta por parte de Saudi Aramco, la mayor petrolera del mundo, para trabajar como ingeniero en sus oficinas centrales en Arabia Saudí. Quiero agradecerle en nombre de toda la compañía la impecable actitud de entrega y profesionalidad con que siempre ha realizado su labor y desearle la mejor de las suertes en su nueva aventura.

Al mismo tiempo, damos la bienvenida a Philip Ngotho, CFA, analista de larga trayectoria y reconocido prestigio que se incorpora al equipo de Azvalor desde la firma ABN Amro, en cuya base en Amsterdam ha estado trabajando durante los últimos 7 años. Philip desarrolla su trabajo en nuestras oficinas de Madrid y cubre el sector de minería desde el pasado 6 de mayo.

Azvalor Managers

Tras su lanzamiento a finales del año pasado, el fondo ya está plenamente invertido, con un tamaño crítico suficiente (alrededor de 15mn€) y, en general, “a velocidad de crucero” en todos los aspectos. Por ello, se ha tomado la decisión de reducir la cantidad de inversión mínima a 5.000€, en línea con el resto de nuestros fondos. Si lo desean, en nuestra web pueden encontrar toda la información necesaria para conocer en detalle las características del fondo.

Me despido de ustedes no sin antes agradecerles una vez más su confianza, sin la que nuestra labor sería estéril. Nosotros tratamos de responder a ella esforzándonos diariamente por ser fieles a nuestros principios de excelencia y de humildad.

Y les diré que seguimos construyendo en el principio de *skin in the game* (máximo compromiso), pues en el último trimestre los empleados de Azvalor hemos incrementado nuestra inversión en los fondos, reforzando con ello nuestra posición, como colectivo, de mayores inversores en los mismos.

También quiero agradecer a las 40 personas que formamos el equipo de Azvalor su continuo esfuerzo y entusiasmo, y reafirmamos nuestro compromiso de seguir invirtiendo recursos en mejorarlo con la incorporación de nuevo talento.

Atentamente,

Fernando Bernad