

www.elEconomista.es/Mercados y Cotizaciones y Ecotrader

**ÁLVARO GUZMÁN** DIRECTOR DE INVERSIONES DE AZVALOR

# “Al inversor de renta fija le expropiarán su dinero cuando llegue la inflación”

Tras ganar en seis meses lo esperado para cinco años con las materias primas, azValor reduce a la mitad su exposición al sector y, a diferencia del resto, que empieza a mirar ahora a los bancos, la gestora ha optado por deshacer sus posiciones en Bankia y Bankinter

POR A. RUBIO / C. GARCÍA / A. PALOMARES

**C**on poco más de un año de vida, azValor gestiona ya 1.450 millones de euros en patrimonio. Pero sus comienzos no fueron fáciles: su arriesgada apuesta por las materias primas en pleno desplome hizo que algunos rebautizaran a la gestora como *tenValor*. Detrás de esa tesis de inversión se escondían horas de análisis, muchas, casi como las que dedica un “opositor”, que es el símil que utiliza Álvaro Guzmán (director de inversiones de azValor) para describir su oficio. Y el resultado no es nada desdeñable, como el de quien prepara un examen a conciencia: su fondo de bolsa internacional es el más rentable que se puede comprar en el mercado español.

## ¿Cómo ve la victoria de Donald Trump?

Para un ratón de biblioteca como yo, que tiene la escuela austríaca como norte, Hillary representaba un exceso de regulación que ha provocado que la gente no se animara a invertir. Si la inversión privada cae, baja la productividad y, con ello, el crecimiento. Trump, sin embargo, propuso reducir la regulación y bajar impuestos, lo que fomenta la inversión privada y el crecimiento. Yo le haría a Trump una sola pregunta: ¿cómo va a financiar el recorte de impuestos? Existen dos alternativas, bajando el gasto o imprimiendo dinero de la nada, que es el camino más fácil. De él solo me preocupa el proteccionismo, cualquier medida restrictora de los flujos comerciales es un disparate.

## ¿Tienen alguna compañía en la cartera muy expuesta a alguna de sus políticas?

Tenemos dos empresas que solo tienen exposición a EEUU, pero solo representan el 4 por ciento de la cartera. Luego hay otras con presencia allí, pero cuyo negocio es global.

## Tienen un 23 por ciento en liquidez, ¿es el porcentaje más alto del año?

Sí, pero es el resultado de las acciones que estamos comprando y vendiendo. Hay valores en nuestra lista de la compra que aún no están en precio y no quiero invertir con una pistola puesta por el banco central o por el entorno de tipos cero. El riesgo se elimina comprando barato. El día del *Brexit*, por ejemplo, invertimos el 9 por ciento del fondo.

## ¿En qué valores entraron entonces?

Con la caída de la libra, comprar empresas en esta divisa que además cayesen en bolsa ofrecía un doble margen de seguridad. Entramos en un bróker inmobiliario llamado



ELISA SENRA

**“DE TRUMP ME PREOCUPA EL PROTECCIONISMO, RESTRINGIR LOS FLUJOS COMERCIALES ES UN DISPARATE”**

**“EL DÍA DEL ‘BREXIT’ APROVECHAMOS PARA INVERTIR UN 9% DEL FONDO EN VALORES COMO SAVILLS”**

Savills, bien gestionado y con buen ROCE [retorno sobre capital empleado].

## En su fondo internacional han reducido el peso a materias primas a la mitad...

Pesan un 20-25 por ciento y llegaron a ser el 40. En este sector fuimos analizando la oferta y la demanda de cada materia prima (cobre, níquel, zinc y hierro...) y vimos que los precios eran muy atractivos. Lo primero que analizamos es si una materia prima va a faltar en el mundo o no. En el caso del cobre, llegamos a la conclusión de que China necesitará más cantidad de esta materia prima en tres años, a pesar de que ahora exista algo más oferta que de demanda. Y para que el productor pueda obtener rentabilidad, calculamos que era necesario que su precio estuviera en torno a los 6.000-6.200 dólares.

Lo que no pensábamos es que iba a subir tan pronto. Ganamos en seis meses lo que esperábamos para 5 años, obligándonos a vender y a buscar otras compañías igual de buenas.

## ¿Como cuáles?

Aunque en menor medida, seguimos teniendo acciones de Antofagasta, Norilsk Nickel y Rio Tinto. También hemos ganado presencia indirecta en el sector minero por vías distintas. Por ejemplo, hemos tenido una empresa que se dedica a testar los materiales de las minas para saber si son puros. Es un negocio bastante bueno. A su vez, contamos con un porcentaje pequeño en compañías de gas en EEUU. Y luego están las mineras de oro, que dependen del precio de esta materia prima. No tenemos ni idea de cuál será, pero entendemos que el mundo occidental va a salir del *atolladero* generando inflación, porque es el camino políticamente más sencillo y, en general, cuando existe inflación, el oro es un activo que protege de ella. Con el metal en 1.400 dólares, nuestras valoraciones indican que cotizan baratas. Tenemos un 9 por ciento del fondo en New Gold, Newmont Mining y Buenaventura Mining.

## ¿Por qué han reducido exposición a Peugeot y a BMW cuando el sector tiene potencial?

Porque la hemos subido en Hyundai. Las tres viven una situación distinta: BMW tiene un ROCE del 20 por ciento, está muy bien gestionada y es barata. Se podría tener siempre, se parece más a Louis Vuitton y Gucci que a Peugeot. Esta última es distinta, no tiene el ROCE del anterior pero el cambio de gestión, con Carlos Tavares al frente, ha sido positivo. Y luego están las acciones de Hyundai (...), que tiene mucha exposición a emergentes y eso nos gusta –ver apoyo–.

## ¿Son positivos con emergentes, pese a Trump?

No invertimos en ellos directamente, pero creemos que en los próximos 30 años la economía va a ser más suya que nuestra.

## ¿Cuándo impactará la subida de tipos en la cotización de la banca?

La banca española tiene muchos problemas, el primero es de capital. El segundo es que su modelo está sufriendo una disrupción y luego está el hecho de que una parte muy importante del margen de intermediación se ha estado haciendo con *carry trade*. En algunas supone más de la mitad y no es muy sostenible. Si se suma todo, la banca no lo tiene fácil. Tuvimos puntualmente acciones de Bankinter, porque su modelo es el que más nos gusta, sus sucursales son las más produc-

Renta Variable

Renta Fija

Bolsa

Inversión

Entrevista

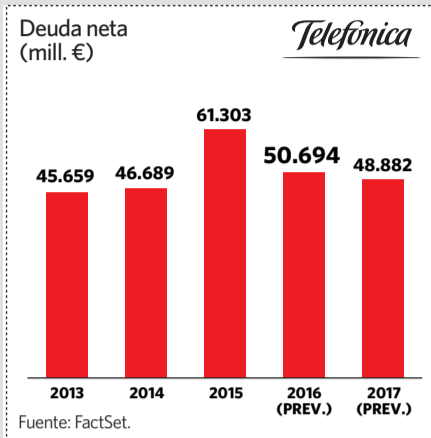
Divisas

Análisis Técnico

Estrategias

## “Telefónica tiene grados de libertad para reducir deuda”

Para azValor, la tesis de inversión en Telefónica es firme. Con el único *pero* de su deuda, la cual miran con lupa, como en toda compañía que entre en su radar, “estás comprando una empresa con una gestión que nos gusta y unos ebitdas relativamente deprimidos” y a ello se añade, además, que sus títulos cotizan muy cerca de mínimos. Desde la gestora estiman que el castigo de su ebitda en España, que en los últimos años ha bajado de 10.000 a 5.000 millones, está próximo a su fin. Sus otras fuentes de ingresos, Londres e Inglaterra, “son estables” y en Brasil, donde genera 3.500 millones de euros junto al resto de Hispa-



noamérica, la *teleco* “es la mejor empresa que encontramos por allí”. Guzmán confía en que Telefónica “tiene grados de libertad”, además, “para reducir su deuda” y “quitarse equipaje” en un momento da-

## Codere, una vieja conocida que regresa en dosis pequeñas

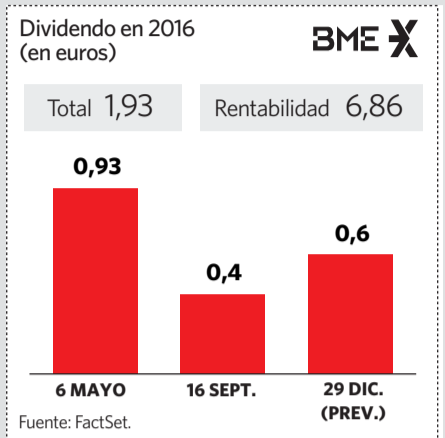
Codere representa menos de un 1 por ciento de la cartera ibérica. “Fuimos accionistas hace muchísimos años”, cuenta Álvaro Guzmán, “la hemos seguido desde la distancia por los problemas que ha tenido. Sin embargo, entramos a 0,4 euros, un nivel de precio que nos parecía barato después de haber recapitalizado su deuda”. La multinacional española, que se engloba dentro del sector del juego, amplió su capital el pasado mes de abril con el objetivo de capitalizar dos emisiones de deuda por valor de 1.060 millones y consigue recuperar más de un 62 por ciento en bolsa desde que su precio marcara mínimos anua-



les en agosto. “Pero insisto”, añade, “es una posición muy pequeña, porque todavía tiene bastante deuda y tenemos que tener cuidado. Dos tercios de nuestros errores históricos han sido en compañías con mucha deuda”.

## BME cuenta con “líneas de negocios que no son tan obvias”

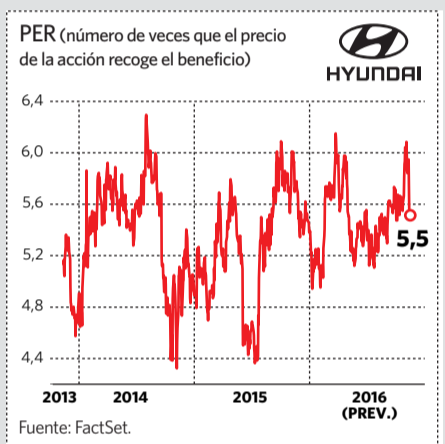
BME es otro de los valores de azValor en España. Sus armas, entre otras, son “estar bien gestionada para el entorno que ha tenido que sufrir, una posición de caja neta importante y un negocio difícil de replicar”. Guzmán reconoce que, con el cambio de la regulación de compensación y liquidación de las acciones, “teóricamente es más fácil que entren nuevos operadores porque se elimina lo que se llama la referencia de registro, que ejercía como barrera de entrada”, pero, en su opinión, “lo va a gestionar mejor de lo que el mercado cree”. Está barata después de que sus resultados no han sido lo buenos que eran



en su día y puede beneficiarse del baile de operaciones corporativas que existe en el sector. Además, estima, tiene de líneas de negocio y fuentes de ingresos recurrentes no tan obvias, “como Latinoamérica, desarrollar el *market data* o crear índices”.

## Hyundai “cotiza gratis, pero debe afrontar retos”

La cuota de mercado de Hyundai ha crecido muchísimo en los últimos 10 ó 12 años y es el resultado, según Guzmán, de haber hecho “coches robustos y que se venden en todo el mundo”. Entre las bondades de la firma están un ROCE del 16 por ciento, un ebit del 6 por ciento que no tienen muchas compañías “y lo mejor es que hoy en día cotiza gratis en el mercado”. Pero, ¿por qué? Porque su caja, explica, vale aproximadamente un 17 por ciento más que toda la compañía. Además de ser líder en Corea, tiene la segunda mayor cuota de mercado en India (del 15 por ciento), un mercado “donde la penetración es bajísima” y



hay “un crecimiento enorme”. Su infravaloración en bolsa, según Guzmán, se debe a que también tiene una serie de retos. “En Hyundai hay vendedores forzados. Tiene mucha exposición a emergentes y eso nos gusta”.

tivas y tiene Línea Directa, que es una joya... Pero todo tiene un precio. También tuvimos Bankia, pero ya no tenemos nada en banca y hemos vendido parte de Mapfre.

### Han reducido exposición a socimis ¿por qué, si pueden beneficiarse de que no haya habido Gobierno de PSOE-Podemos?

Más que reducir hemos rebalanceado la exposición. Nos gustan unas más que otras, pero a la luz de las alternativas que hay, no están mal. Aunque tiene sus cosas: es un sector apalancado e hijo, entre comillas, de los tipos bajos, pero creemos que en un entorno de una España ajustada, en la que lo peor ha pasado, y con tipos muy bajos, lo hará razonablemente bien cuando llegue la inflación. Tenemos exposición a Axiare, Hispania y estamos mirando alguna más parecida a las socimis.

### ¿Valoran el dividendo a la hora de invertir?

Nos da exactamente igual. Preferimos que las compañías reinviertan el beneficio a tasas altas y, si aún así sobra dinero para repartirlo, somos más de recompra de acciones.

### Pero hay pocas compañías en España que recompre acciones, a diferencia de EEUU...

Sí. Invertimos en empresas familiares y a algunas les cuesta entender que es bueno recomprar sus propias acciones porque están baratas. Si recompras acciones y las elimi-

nas, tienes más parte de la *tarta* y más dividiendo y, como has comprado barato, has creado valor para el resto de accionistas. En EEUU se pasan porque no solo compran acciones con el dinero que han ganado, sino que piden deuda y se apalancan.

### Como accionistas de Telefónica, ¿cómo valoran el recorte de su dividendo?

De forma positiva. Nos encantaría que lo dejara en cero, porque lo que nos da miedo en esta compañía es su deuda, es la parte más débil de la tesis de inversión. Telefónica para nosotros son cuatro zonas del mundo: Inglaterra, Alemania, Brasil y el resto de Hispanoamérica y España, donde creemos que el castigo a su *ebitda* probablemente se haya parado –ver apoyo–.

### ¿Les preocupa la caída del negocio bursátil que sufre BME?

No, tiene muchas líneas de negocio y fuentes de ingresos recurrentes que no son obvias. Además, está muy bien gestionada para el entorno que ha tenido y tiene una posición de caja neta muy importante. Lo que hace es muy difícil de replicar –ver apoyo–.

### ¿Tienen en radar a compañías tipo Iberdrola o Acciona, que están entre las mejores recomendaciones de la bolsa española?

Miramos todas y, de estas en concreto, seríamos accionistas a un determinado precio.

### Algunas de las últimas incorporaciones a la cartera han sido Codere y NH...

Hemos entrado con una posición pequeña en las dos, menos del 1 por ciento. Creemos que con la nueva gestión de NH se van a conseguir eficiencias y mejoras respecto al periodo anterior. No está baratísima, pero hay margen de seguridad. En el caso de Codere, fuimos accionistas en su día y hemos vuelto tras recapitalizar su deuda –ver apoyo–.

### ¿Qué le diría a un inversor que tiene el cien por cien de su cartera en renta fija?

Le diría que como llegue la inflación le van a expropiar su dinero. La renta fija es lo más peligroso. En Argentina, antes de la crisis, la gente que tenía bonos se levantó un día y solo tenía un 30 por ciento de su dinero, porque el peso cayó contra el dólar y ya no se ha recuperado nunca. La renta fija ha tenido una revalorización bestial en los últimos 20 años y es quizás lo que más *en burbuja* está.

### ¿Se marcan un objetivo?

El truco del *value investing* es que puedes comprar empresas baratas porque tu base de clientes no saca el dinero en mínimos y te permite invertir a largo plazo. Pero no es lo mismo invertir 1.000 millones que 10.000 millones, es más difícil encontrar empresas. No pasaremos de 2.500 millones en nuestra estrategia *core* y puede que el español lo cerremos antes si llega a 110-150 millones. Lue-

go siempre podríamos lanzar un fondo de grandes compañías, pero no sería un producto que recomendamos activamente.

### ¿Cómo han vivido el rápido crecimiento?

Con ilusión, aunque también con dureza porque en los primeros meses nos llamaban *ten-Valor* por estar en materias primas. Llegamos a caer un 20 por ciento. Pero la vuelta del mercado fue gratificante.

### Cuando nació la gestora, ¿también pensaban que la incorporación de Paramés era una posibilidad real?

No era algo tan seguro como se daba por hecho. Si venía, era un honor para nosotros, y si quería ir solo, también lo respetamos. Es un gestor muy bueno y le irá bien seguro.

### ¿Han sufrido reembolsos en octubre?

No, hemos tenido suscripciones netas de 34 millones de euros.

### Además de Javier Barrio y Juan Aguirre, ¿tienen organizado ya el equipo de análisis?

Hemos tratado de convertir su salida en una oportunidad para traer distintos perfiles que puedan aportar valor: hemos fichado a un ingeniero de *teleco*, un industrial y a un físico. Y hemos incorporado a un analista americano que va a estar trabajando entre EEUU y aquí. Nuestro reto es intentar que en 5 o 6 años en vez de dos gestores haya cuatro.