

Comentario de gestión

En lo que respecta a las principales economías, se estima un crecimiento del PIB de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2019 de un 2,1%, igual al del periodo anterior. Igualmente, se estima un crecimiento del producto interior bruto de la zona Euro del 0,2%, similar al del periodo anterior. Con respecto a China, en 2019 el PIB creció un 6,1%. Asimismo, y en relación al último trimestre del año el crecimiento ha sido del 1,5% igual al del periodo anterior. En cuanto a nuestra visión de mercado, nos encontramos ante un universo de inversión con divergencias cada vez mayores entre las industrias más populares y las menos populares. Las distorsiones creadas por la fortaleza de la inversión pasiva y la irrupción de la inversión bajo criterios socialmente responsables (ESG) son actualmente factores determinantes de las disparidades de valoración en el mercado. El 2019 ha sido un año complicado para la gestión activa, que se vio nuevamente mermada a favor de la inversión pasiva a nivel global. Cerca de un tercio del rendimiento del S&P 500 tiene su origen en únicamente en 6 acciones y la obsesión por neutralizar la volatilidad y un entorno de tipos deprimidos lleva a justificar que un tipo de compañías coticen a valoraciones excesivas. Esto obstaculiza la eficiencia del mercado en la distribución del capital, pero crea y enriquece las oportunidades de inversión siguiendo criterios fundamentales ya que en la actualidad muchas industrias están siendo ignoradas y privadas de capital. La demanda de crudo ha crecido más de un 1% en 2019 y se estima un incremento similar a medio plazo. La inversión en petróleo y gas sigue estando deprimida, alrededor de un 50% por debajo de los niveles anteriores a 2014. En el año 2019 se descubrieron 12.000 millones de barriles, incluidos los de gas, frente a los 56.000 millones de barriles equivalentes de consumo, lo que ha generado una reducción de reservas, situación que se agrava por la falta de inversión en nuevos proyectos de exploración. La demanda sigue aumentando apoyada por el incremento de nueva capacidad de refino mundial que ha añadido 2,2 millones de barriles de demanda al día, así como el crecimiento de las importaciones de petróleo de China. En cuanto a la producción del petróleo de esquisto (shale) continúan las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en su producción, el estado de Texas, enclave privilegiado del shale en EE. UU., sigue siendo el estado con mayores quiebras desde 2015 en los sectores del petróleo ligados a la Industria del Transporte, la Exploración & Producción y Servicios ligados a los yacimientos. La industria del carbón térmico ha tenido un comportamiento bajista en 2019, en línea con la caída de los precios de realización del commodity en los mercados de exportación. La narrativa predominante induce a pensar en un futuro desalentador para el carbón, con una tendencia hacia el gas natural como sustituto con menor contenido de carbono y cotizando, a su vez, a precios deprimidos. Pero los datos ofrecidos por la AIE señalan que la producción de carbón en 2019 se mantuvo estable respecto a 2018, en 5.450 Mtce, impulsada por el crecimiento tanto de la India como del sudeste asiático, y se espera que tenga un crecimiento positivo en 2020. En base a los datos y ante la ausencia de inversión de capital en el sector, se tiende a pensar que el carbón sufrirá un déficit de producción. Y este déficit dará lugar, a su vez, al próximo ciclo alcista del precio del carbón térmico. El oro ha subido un 18,3% en el año, marcando nuevamente máximos desde septiembre de 2013, llegando a alcanzar los 1611\$ por onza en agosto. El petróleo

subió +34,1% en el 2019, cerrando entorno a los 61\$ el barril, el mejor año desde el 2016. El cambio Euro/Dólar cerró el año en 1,121. El rango durante 2019 ha sido entre 1,157 en enero y 1,088 en octubre. Las nuevas incorporaciones a la cartera son esencialmente: Freeport McMoran, Valaris PLC y Pan Amer Silver; hemos vendido Vicat, Enasco Rowan PL-A y Odet entre otras. Igualmente, hemos aumentado nuestra exposición a Consol Energy, Transocean LTD y Natl Oilwell Var, esencialmente, y hemos reducido la misma a Tullow Oil, Hyundai Motors, Hudson's Bay CO y Danieli-RSP esencialmente. Las posiciones relevantes que más han aportado al vehículo han sido: Barrick Gold Corp, Freeport-McMoran INC y Agnico Eagle Mines; las que más han restado han sido: Tullow Oil, Consol Energy, y Cameco. Las principales posiciones a cierre del periodo son Consol Energy IN 9,36%; Compañía de Minas Buenaventura 6,93%; Epsilon Energy 5,78% y Barrick Gold Corp 5,44%. Actualmente una parte mayoritaria de la cartera está invertida en compañías relacionadas con algunas materias primas. El peso a cierre de trimestre de los principales sectores es de un 45,90% en Energía y un 29,98% en Materiales. Cabe hacer referencia a las condiciones previas que históricamente han marcado el inicio de un ciclo alcista en bolsa del sector de materias primas: la infravaloración de las compañías de materias primas respecto de otros activos, un fuerte ciclo bajista anterior en el precio de las materias primas, un largo periodo de excesivo crecimiento de los agregados monetarios y un periodo de especulación financiera. La exposición geográfica del vehículo a través de la cotización de las compañías es principalmente a cierre de trimestre de un 32,26% a Estados Unidos, del 17,37% a Canadá y de un 10,40% a España. Es importante matizar que, a pesar del lugar de cotización de las compañías, en la mayoría de los casos los negocios de éstas son globales. Las principales divisas a las cuales está expuesto el vehículo son el Dólar 55,32%, el Euro 28,80% y la Libra Esterlina 5,30%. En nuestras cartas trimestrales (<https://www.azvalor.com/anuncios-y-comunicados/cartas-trimestrales>) el inversor podrá encontrar mayor detalle sobre la evolución de nuestros productos y estrategia de inversión

Evolución plan



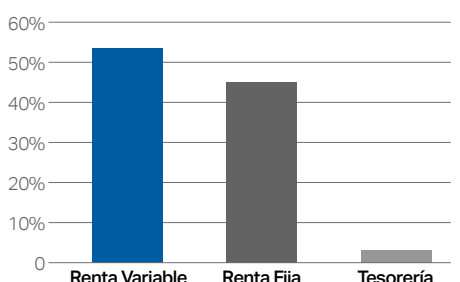
Política de inversión

AZVALOR CONSOLIDACION, F.P. se define como un fondo de pensiones con una vocación inversora Renta Variable Mixto, con una inversión en Renta Variable máxima del 50% del Patrimonio del Fondo, siendo el objetivo de gestión obtener una rentabilidad satisfactoria y sostenida en el tiempo, aplicando una filosofía de inversión en valor, seleccionando activos infravalorados por el mercado, con alto potencial de revalorización. Un máximo del 50% del patrimonio total del fondo será en inversiones en renta variable de cualquier capitalización y sector, principalmente de emisores/mercados de la OCDE, pudiendo invertir hasta un 35% de dicho 50% del patrimonio en emisores/mercados de países emergentes. El resto de la inversión se invertirá en renta fija, principalmente pública, aunque también privada (incluyendo instrumentos de mercado monetario cotizados o no, líquidos) de emisores/mercados de la zona Euro, en emisiones con calificación crediticia igual o superior a la que tenga el Reino de España en cada momento. Para emisiones no calificadas se tendrá en cuenta la calificación del propio emisor. La duración media de la cartera de renta fija será inferior a 18 meses. Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en va-

lores emitidos o avalados por un Estado miembro de la Unión Europea, una Comunidad Autónoma, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España. El riesgo en divisas será del 0 al 100% del patrimonio. El fondo no operará con instrumentos derivados. No se prevé la inversión en depósitos, instituciones de inversión colectiva, productos estructurados o valores no admitidos a cotización en mercados regulados. La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice EONIA (en la parte invertida en renta fija) y en la parte invertida en renta variable una media ponderada en función del grado de inversión del comportamiento del índice Total General de la Bolsa de Madrid (ITGBM), del índice portugués PSI20 Total Return y del MSCI Europe Total Return Net. Tiene establecido un coeficiente de liquidez mínimo del 0,10% del patrimonio del fondo. El fondo se define como un fondo de pensiones con un perfil de inversión a largo plazo, con moderada tolerancia al riesgo. La gestión de la cartera del fondo está delegada en AZVALOR ASSET MANAGEMENT, SGIC, S.A., que actúa asimismo como comercializador del plan.

Evolución y distribución patrimonio del fondo

Patrimonio (miles €)	31 dic. 2019	30 sep. 2019
Cartera Valor Efectivo	2.781.283,38	3.009.808,71
Coste Cartera	2.911.151,19	3.168.083,87
Intereses	-614,84	-624,85
Plus v/Mins v. Latentes	-129.252,97	-157.650,31
Liquidez (Tesorería)	53.364,77	322.017,62
Deudores	12.195,65	6.120,31
Acreedores	-7.346,17	-7.000,44
Total Patrimonio	2.839.497,63	3.330.946,20



Datos plan

Fondo
F1603 - Azvalor Consolidación FP

Patrimonio Fondo (miles €)

2.839.497,63€

Plan

N5117 - Azvalor Consolidación FP

Patrimonio plan (miles €)

2.839.497,63€

% del Fondo

100%

Valor liquidativo

95,6341869

Participes plan

141

Beneficiarios plan

12

Comisión gestión

1,50% s/Patrimonio

Comisión depósito

0,09% s/Patrimonio

Gastos auditoría ejercicio

0,07% s/Patrimonio medio fondo

Gastos intern/liquid.

0,09% s/Patrimonio medio fondo

Gastos corrientes

0,03% s/Patrimonio medio fondo

Gestora

Dunas Capital Pensiones, SGFP SAU

Depositario

BNP Paribas Securities Services, Suc. Esp

Auditor

Deloitte, S.L.

Rentabilidad plan

	Azvalor Consolidación	Sector RVMx (**)
Acumulada	1,10%	
3 meses	-0,03%	
1 año	1,10%	12,17%
3 años	-1,57%	3,24%
5 años	-	2,51%
10 años	-	3,72%
15 años	-	3,38%
20 años	-	2,42%
Inicio (*)	-4,37%	

(*) Rentabilidad desde inicio acumulada

(**) Rentabilidad Media Anual Ponderada a 31.12.2019 (INVERCO) Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras

Operaciones vinculadas y conflictos de interés

Conflictos de interés: La gestión de la cartera del fondo está delegada en AZVALOR ASSET MANAGEMENT SGIC SA, que es asimismo la entidad comercializadora del Plan. Las entidades gestora y depositaria no pertenecen al mismo grupo (según art.4 de la LMV).

Operaciones vinculadas: Las operaciones vinculadas realizadas por el fondo, han sido autorizadas por el Órgano de Seguimiento del RIC de la Sociedad Gestora, e informadas a su Consejo de Administración trimestralmente, como recoge su Procedimiento Interno, para evitar conflictos de interés y confirmar que las operaciones se realizan en interés exclusivo del fondo, y a precios y condiciones iguales o mejores que los de mercado.