

# “Invertir en mineras a estos niveles es una oportunidad histórica”

**ENTREVISTA ÁLVARO GUZMÁN** Consejero delegado de azValor / El máximo responsable de azValor defiende su apuesta por el sector de las materias primas y confía en el potencial de su cesta en un mercado caro.

A. Roa. Madrid

Álvaro Guzmán (Madrid, 1975) está acostumbrado a nadar contracorriente. Por su estilo de inversión, suele apostar por compañías denostadas por el mercado, pero en las que el consejero delegado y cofundador de azValor encuentra oportunidades. Tras su salida de Bestinver creó en 2015 esta firma, junto a Fernando Bernad y a Beltrán Parages. Con un patrimonio de 1.745 millones, azValor está especializada en la inversión en valor en Bolsa, lo que implica tener paciencia para mantener apuestas a la contra del mercado, como la actual de las materias primas.

**¿Cuál es el atractivo de las mineras, su mayor apuesta?**

En los últimos cien años, la valoración de las empresas de materias primas frente al Dow Jones sólo ha sido tan baja en otras dos ocasiones. Es una oportunidad histórica, porque esto se revertirá, ya que el mundo tiene más habitantes y cada vez más población se mueve de núcleos rurales a urbanos. Es una migración muy intensa en materias primas. Las *commodities* que más nos gustan son el cobre, el uranio, el gas y el petróleo. Elegimos a los productores de más bajo coste, sin deuda o con muy poca deuda, y con un dueño que vela por la empresa. Lo importante no es saber cuándo va a subir, sino si va a subir o no. Y va a subir. Es cuestión de esperar.

**¿Es una situación similar a la de hace dos años?**

Exacto. De enero a abril de 2016 el fondo subió un 50%. Nada sustancial cambió, porque ya se sabía que la demanda de cobre iba a subir por el coche eléctrico. De repente, se modificó la narrativa y se pasó de decir que sobraba cobre a afirmar que faltaba. Algo similar puede ocurrir con el uranio, porque ahora la energía nuclear tiene mala prensa, pero en Japón han visto que no pueden soportar su industria sin esta energía. Y es el país que más sufrió por un accidente nuclear. Que Alemania diga que no la quiere o que lo diga Francia, cuando el 75% de su *mix* de energía es de generación nuclear, me parece sólo un tema político. El uranio llegó a estar a 80 o 90 y ahora está a



Álvaro Guzmán, consejero delegado de azValor.

“No vemos clara la inversión en banca, porque la subida de tipos podría elevar la mora de las hipotecas”

20 dólares por libra. Tenemos una cartera con mucho potencial en un mercado sin potencial. Esta oportunidad la ve todo el mundo, pero no todos tienen la paciencia para estar en el activo que hoy es el hazmerreír del mercado. La gente prefiere estar en Google o Amazon, que suben todos los días.

**¿Cuáles son sus mineras preferidas?**

En cobre son Grupo México y Buenaventura; en uranio, Cameco; en el gas, CNX Resources; y en el petróleo, Tullow Oil. El sector pesa un 45% en la cartera.

**¿Invierte también en oro?**

Sí, invertimos un 20% en mineras de oro, que no consideramos materia prima, sino dinero. Es una manera de protegerse frente a la posible inflación que venga y, además, es un sector muy castigado. Desde máximos ha caído un 80%. La capitalización bursátil de todas las mineras de oro es cinco veces menor que la capitalización de Apple, lo que no tiene sentido.

**¿Cuáles son sus principales apuestas en España?**

En España hay dos temáticas: una de materia primas,

## Tipos de interés bajos en términos reales

Álvaro Guzmán es escéptico sobre las esperadas subidas de tipos. “La tentación de los políticos será no subir los tipos más de lo que suba la inflación y mantenerlos muy bajos en términos reales. No subirlos es el camino difícil. Si se suben los tipos menos que la inflación, que es la coletilla que a todo el mundo le falta cuando habla de subidas de tipos, la gente gana teóricamente más dinero de lo que sube la hipoteca, los precios de los activos no caen y los gobiernos tienen más fácil el pago de la deuda”, indica. Guzmán matiza que “no será yo quien diga que los bancos centrales no son independientes, pero hay un incentivo muy fuerte en el sistema para salir por el camino fácil”.

con las inversiones en Galp, Tubacex y Técnicas Reunidas; y otra de telecomunicaciones, que es un sector que está muy castigado. En su día compramos Masmóvil a 25 euros y la vendimos a cerca de 100. Ahora estamos en

“En España tenemos dos temáticas: una de materias primas y otra de empresas de telecomunicaciones”

Euskaltel, Telefónica y la portuguesa Nos. Estas tres suponen casi un 20% del fondo.

**¿No les convence el sector bancario?**

No lo acabamos de ver claro en los bancos que más nos gustan, como Bankinter o Bankia, por valoración; ni en el resto, porque nos parece que tienen muchos retos por delante.

**El mercado descuenta que a la banca le beneficiará una subida de tipos.**

Sé que hay gente que hace un razonamiento lineal que dice que si suben los tipos, la banca gana dinero. Puede que tengan razón. Pero también se puede pensar que si suben los tipos puede haber más morosidad en las hipotecas. Nada es tan obvio.

**¿Inditex es atractivo en los niveles de precios actuales?**

Hay que mirarla, claro. Ha caído de 32 euros a 24. Puede haber algún cambio estructural en el sector, pero la miramos con interés. Hay que entender hasta qué punto la proliferación de las ventas online cambia las reglas de juego. En todo caso, tampoco sería una gran posición en la cartera.

**¿Está el mercado caro?**

Nosotros creemos que sí, porque no encontramos demasiadas oportunidades. El gráfico clásico que utiliza Buffett, capitalización bursátil entre PIB, muestra que estamos en el momento más caro de los últimos 40 años. Es evidente que la Bolsa está muy cara, porque se ha impuesto un montón de dinero que ha ido a comprar activos financieros. La gente ha huido de los tipos negativos en la renta fija y ha pasado a comprar negocios defensivos, que son lo más parecido a un bono. Para mí son los más peligrosos, porque un negocio defensivo a un precio muy alto acaba siendo muy arriesgado. Una acción de Nestlé o Unilever a PER 40 tiene riesgo.

**¿Cómo gestionan el riesgo divisa?**

El año pasado subimos un 17% en dólares y un 3% en euros. Nos prohibimos operar con derivados cuando lanzamos los fondos, por lo que no podemos cubrir el riesgo de divisa. Yo creo que nuestras compañías son negocios globales y, si el dólar cae, suben las acciones. Predecir las monedas es lo más difícil. Nuestra referencia es la paridad de poder adquisitivo, que está en torno a 1,25. Cuando el dólar está a 1,05 si tiene interés cubrirlo, pero ahora ya no tanto.

## Dos nuevos fondos y oportunidades con Mifid II

azValor ha decidido lanzar dos nuevos fondos, uno que invierte en productos de gestoras y otro con una cartera más concentrada de valores. Respecto al primero, Guzmán explica que “hace años descubrimos que había muchos gestores que lo habían hecho mejor que nosotros en la etapa anterior en Bestinver, que en vez del 16% anual habían generado un 25% o un 30% anual. Suelen tener poco volumen bajo gestión y, sobre todo, en sitios donde nosotros no llegamos. Nuestro foco está en Europa, pero hay áreas interesantes como la medicina y biotecnología, o el crecimiento de Asia”. Para ponerse al frente de este fondo, azValor ha contratado a Javier Saenz de Cenzano, procedente de Morningstar. Guzmán afirma que “no va a ser un producto muy rentable para azValor, porque son gestoras con poco tamaño y el producto tendrá entre 100 y 300 millones, y además la comisión no puede ser muy alta, porque a su vez se pagarán comisiones a las gestoras. El objetivo es que los clientes tengan la mejor cartera de renta variable”. La clase institucional de su nuevo fondo concentrado, que se llamará Ultra, se lanzará en abril y poco después se creará un fondo clónico en España. “Es un producto que se adapta más a nuestra manera de invertir. Va a ser a mucho más a largo plazo, porque no se podrá sacar el dinero, o será difícil, antes de tres años. Se cobrará una comisión de gestión sustancialmente menor y habrá una comisión de éxito. Será un fondo más concentrado, con entre 8 y 14 valores. Es un producto que nos pidieron algunos clientes más sofisticados”, indica. En principio, la gestora independiente no lanzará nuevos productos. Su patrimonio actual es de 1.745 millones y su compromiso es cerrar a nuevas suscripciones sus principales fondos cuando alcancen un patrimonio de 2.500 millones. Otra de las novedades de azValor en los últimos meses fue la creación de su oficina en Londres, “por la que pasan entre 15 y 20 compañías a la semana”. Guzmán cree que la directiva europea Mifid II puede beneficiar a su gestora, porque “con esta regulación, a todas las grandes entidades les interesa tener una panoplia de fondos independientes”.