

Comentario de gestión

A cierre de 2023 el plan de pensiones Azvalor Consolidación ha registrado un resultado positivo: +5,6%. Por su parte, los principales índices internacionales de renta variable han finalizado el año 2023 con resultados positivos de doble dígito, recuperando las pérdidas del año 2022. Por mencionar los dos más representativos, la rentabilidad de 2023 del MSCI World TR – en euros – ha sido del +19,4%, llevando la acumulada total de 2022 y 2023 al +4,3%; por su parte, el S&P 500 TR – en euros – ha obtenido una rentabilidad del +22,3%, llegando a una rentabilidad acumulada total a lo largo de los años 2022 y 2023 del +6,4%. En el momento actual, diversas incertidumbres se encuentran en la mente del "inversor medio". Por mencionar las obvias, el mundo "Occidental" tiene dos frentes bélicos abiertos, uno en Europa del Este, entre Rusia y Ucrania, y otro en Oriente Medio, entre Israel y Palestina, entrando la geopolítica "de guerra" de nuevo en escena; la tensión entre EEUU y China ha vuelto a formar parte de los titulares de prensa; la lucha de los bancos centrales contra la inflación sigue en marcha, habiendo supuesto estos últimos años la subida de tipos más vertical de los últimos 50 años; Europa, por su parte, sigue mostrando una debilidad económica mayor a la de su par del otro lado del Atlántico, la economía americana, que hasta la fecha muestra mayor robustez. La incertidumbre, como tal, es parte de la vida del hombre. A este respecto, recordamos las palabras de Ludwig von Mises: "El cambio y la mutación son consustanciales a la mera existencia. Todo es pasajero; siempre estamos en "época de transición". La vida humana desconoce la calma y el reposo, constituye un proceso, nunca un statu quo. Y, sin embargo, tercamente tendemos a engañarnos pensando en una invariable existencia.", Ludwig von Mises. La Mentalidad Anticapitalista. Arrojan una breve mirada a las últimas dos décadas de inversión, podemos ver cómo riesgos similares a los descritos más arriba han formado parte de nuestra labor como inversores. De nuevo y mencionando nada más que unos pocos: el mundo ha sufrido una multitud de ataques terroristas, como el 11-S o el 11-M; varias guerras en Oriente Medio; a inicios de 2008 se desencadenó la segunda recesión económica más grande de la Historia; la crisis de una de las principales divisas del mundo, el Euro, a lo largo de la década pasada; el Brexit en el año 2016; o más recientemente, la crisis sanitaria ligada a la pandemia del Covid-19. Parece evidente, pues, que como inversores (y como humanos!) siempre debemos hacer frente a un futuro incierto.

El mercado de acciones, intentando descontar el futuro, refleja esta incertidumbre en sus resultados, con años positivos y años negativos. No obstante, es de mayor interés conocer que incluso la distribución de resultados de la renta variable refleja esta incertidumbre, en su naturaleza no lineal. Así es que, tomando como referencia los últimos 150 años de resultados de la bolsa americana, el S&P 500, llegamos a la conclusión de que para generar una rentabilidad media anualizada real de entre el 6% y el 7%, se han registrado los siguientes datos históricos (Fuente: VisualCapitalist/TradingView – 150 Years of S&P 500 Returns):

S&P 500 Retorno Anual	Nº años	% de años
+40% a +50% o superior	3	2,0%
+30% a +40%	9	5,4%
+20 a +30%	21	14,1%
+10 a +20%	33	22,1%
+0 a +10%	30	20,1%
-0% a -10%	25	16,8%
-10% a -20%	18	12,1%
-20% a -30%	7	4,7%
-30% a -40%	3	2,0%
-40% a -50% o superior	1	0,7%

En los extremos, hemos visto años con crecimientos superiores al +50%, así como al menos, una caída superior al -50%. Pero no solo esto, el 36,3% de los años (desde 1874!) han registrado resultados negativos; e igualmente, solo el 20,1% de estos años han cerrado el año entre el 0% y el +10%, siendo esta rentabilidad la más cercana al 6% - 7% anualizado a muy largo plazo que ofrece este mismo índice. Por último, durante el resto de años, es decir: el 43,6% de los mismos, la rentabilidad es superior al doble dígito. Invirtiendo en el S&P 500, nos encontramos pues, con que el 36% "del tiempo" sufrimos años de pérdidas, el 44% del tiempo nos alegramos con resultados de doble dígito, y únicamente el 20% del tiempo nos encontramos con una rentabilidad similar a la que obtendremos de forma anualizada a largo plazo en el índice más representativo de la bolsa americana.

De estos vaivenes podemos extraer dos conclusiones: 1. la distribución de resultados de la renta variable es no lineal, 2. vivir con esta incertidumbre, que se refleja en esta distribución de resultados "tan incómoda", es esencial para llegar a buen puerto invirtiendo en renta variable. Solo siendo conscientes de estos dos hechos, y aceptando la naturaleza de los mismos, podemos invertir en renta variable concibiendo la volatilidad como una oportunidad en vez de como un factor de riesgo del cual huir. En términos emocionales, esta volatilidad es el precio a pagar por la rentabilidad del mercado de acciones.

Partiendo de esta base, la incertidumbre y la volatilidad han de ser siempre concebidas como oportunidades de inversión. Así es que, centrándose de forma miope en esta incertidumbre en el corto plazo, el mercado nos ofrece enormes oportunidades de inversión que, en el largo plazo y una vez disipada dicha incertidumbre, se transforman en rentabilidad. Entendiendo esta naturaleza inalterable del mercado podemos convertir la volatilidad a corto plazo en una oportunidad a largo plazo; la incomodidad a corto plazo se transforma así, en un resultado positivo a largo plazo.

Es, por tanto, esencial aprovechar la volatilidad como una fuente de oportunidades, y entender la misma como la fuente de nuestra rentabilidad futura. Este enfoque entra de lleno en el proceso de inversión de Azvalor, que implica adquirir compañías por debajo de su valor intrínseco tras un exhaustivo análisis de los fundamentales de las mismas. Así es que, a lo largo de 2023 el mercado nos ha dado la oportunidad de comprar muchos de los negocios en los que ya habíamos invertido con éxito recientemente. Trasladando este hecho a un símil académico, tras haber aprobado un examen, nos debemos examinar de nuevo del mismo temario. Igualmente, muchos de los negocios que durante años se han encontrado fuera de nuestro radar, por cotizar a precios demasiado elevados, vuelven a entrar en el mismo. Gracias a la incertidumbre del "inversor medio" sobre el futuro inmediato, nos es posible adquirir compañías a precios por debajo de su valor intrínseco, centrando nuestra mirada en el largo plazo.

Así es que, el valor intrínseco estimado de nuestros fondos se encuentra actualmente en un momento atractivo.

Por todo lo anterior, llegamos a la conclusión de que la paciencia, aparte de ser una de las virtudes más importantes en la vida, lo es aún más a la hora de invertir en bolsa. Como ya nos lo ha advertido en innumerables ocasiones Warren Buffett: "la bolsa es un mecanismo por el cual se transfiere dinero del impaciente al paciente".

Datos plan

(Datos actualizados a 31.12.2023)

Fondo F1603 - Azvalor Consolidación FP

Patrimonio Fondo (miles €) 11.828.775,51€

Plan N5117 - Azvalor Consolidación FP

Patrimonio plan (miles €) 11.828.775,51€

% del Fondo 100%

Valor liquidativo 127,2984594

Participes plan 284

Beneficiarios plan 37

Comisión gestión 1,50% s/Patrimonio

Comisión depósito 0,09% s/Patrimonio

Comisión auditoría ejercicio

0,04% s/Patrimonio medio fondo

Gastos corrientes 0,02% s/Patr. medio fondo

Gastos interm/liquid. 0,08% s/Patr. medio fondo

Gestora Dunas Capital Pensiones SGFP SAU

Gestora delegada Azvalor Asset Management
SGIC SA

Depositario BNP Paribas SA, sucursal en España

Auditor Deloitte SL

Entre las nuevas incorporaciones a la cartera destacan principalmente Sprott Physical Silver Trust, Imperial Brands y Canadian Natural Resources, entre otras; por otro lado, se han vendido Bayer, Sol Melia y Mota Engil principalmente.

Por decisiones de inversión se ha aumentado la exposición a British American Tobacco y Endeavour Mining entre otras; y se reducido la misma en Técnicas Reunidas, Compañía de Minas Buenaventura y Glencore principalmente.

Por otro lado, debido al efecto de mercado se ha incrementado la exposición a Suzano principalmente y se ha reducido la exposición a Petrofac, Fresnillo y Centrais Elétricas Brasileiras entre otras.

Por ambas cuestiones, se ha incrementado la exposición en Barrick Gold, Arch Resources y Nov entre otras.

Las posiciones relevantes que más han aportado al vehículo han sido: Arch Resources, Mota Engil y Nov; las que más han restado han sido: Petrofac, Bayer y Horizonte Minerals.

Las principales posiciones a cierre del período son Barrick Gold 3,3%; Nov 2,5%; Arch Resources 2,3% y Endeavour Mining 2%.

El peso a cierre de semestre de los principales sectores es de un 19,1% en Materiales y un 15% en Energía.

La exposición geográfica del vehículo según el lugar de cotización de las compañías es principalmente del 14,5% a Estados Unidos, del 9% a Gran Bretaña y del 8,3% a Canadá. 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 Euro 65%, el Dólar 18,5% y la Libra Esterlina 9%.

En nuestras cartas trimestrales (<https://www.azvalor.com/annuncios-y-comunicados/cartas-trimestrales>) el inversor podrá encontrar mayor detalle sobre la evolución de nuestra estrategia de inversión.

Información Plan de Pensiones Individual Azvalor Consolidación

PÁGINA 2 de 2

Azvalor.

Asset

Management

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 valores emitidos o avalados por un Estado

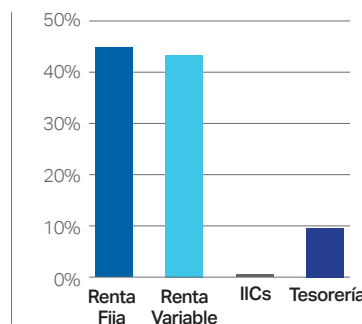
miembro de la Unión Europea, una Comunidad Autónoma, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España. El riesgo en divisas será del 0 al 100% del patrimonio. El fondo no operará con instrumentos derivados. No se 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, SGIIC, S.A., que actúa asimismo como comercializador del plan.

Evolución plan



Evolución y distribución patrimonio del fondo

Patrimonio (miles €)	31 dic 23	30 sep 23
Cartera Valor Efectivo	10.680.090,16	10.242.921,41
Coste Cartera	10.387.179,24	10.002.139,26
Intereses	25.998,48	19.373,59
Plus v/Mins v. Latentes	266.912,44	221.408,56
Liquidez (Tesorería)	1.187.764,69	779.030,63
Deudores	45.591,01	38.606,74
Acreedores	-84.670,35	-17.322,22
Total Patrimonio	11.828.775,51	11.043.236,56



Rentabilidad plan

	Azvalor Consolidación	Sector RV (**)
Acumulada	5,58%	
3 meses	1,14%	
1 año	5,58%	9,60%
3 años	11,88%	3,00%
5 años	6,12%	4,20%
10 años	-	2,60%
15 años	-	4,10%
20 años	-	3,30%
Inicio (*)	3,29%	

(*) Rentabilidad desde inicio acumulada

(**) Rentabilidad Media Anual Ponderada a 31.12.2023 (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 SGIIC 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.