

Estimado inversor,

Escribimos a nuestros inversores para ilustrar los resultados obtenidos. En nuestro mundo ideal, lo haríamos cada cinco años (el horizonte mínimo al que nosotros invertimos). Entendemos, sin embargo, que nuestros co-inversores deben tener información para juzgar nuestro trabajo, y con ese espíritu hemos abordado estas misivas trimestrales desde nuestros inicios.

A continuación, presentamos los resultados obtenidos por nuestros fondos en el primer trimestre de este año. La rentabilidad individual de cada inversor depende del valor liquidativo al que suscribió:

	Ene-Mar		Ene-Mar
azValor Internacional FI	4.6%	azValor Iberia FI	5.7%
MSCI Daily Net TR Europe		IGBM Total**	12,5%
Euro	6,0%	Rent. Vs. Índice	-6,8%
Rent. Vs. Índice	-1,3%	IGBM	11,8%
MSCI World	5,9%	Rent. Vs. Índice	-6,1%
Rent. Vs. Índice	-1,2%	** Incluye dividendos	
		85% IGTBM / 15% PSI 20 TR	11,7%
		Rent. Vs. Índice	-6,0%

El primer trimestre del año se ha saldado con resultados absolutos positivos (hemos ganado dinero), aunque inferiores a los índices de referencia (ie, otros han ganado más que nosotros).

1. ¿Hay que invertir pues en los índices, ahora que van tan bien?

Analizamos en detalle este fenómeno, tratando de responder las siguientes preguntas:

- ¿En qué medida ganan los índices a los gestores?
- ¿Cuánto suele durar la mayor rentabilidad de los productos pasivos?
- ¿Es conveniente invertir en ellos?
- ¿Señala el exceso de rentabilidad actual de la gestión pasiva una "nueva era" o alerta sobre mercados sobrevalorados?

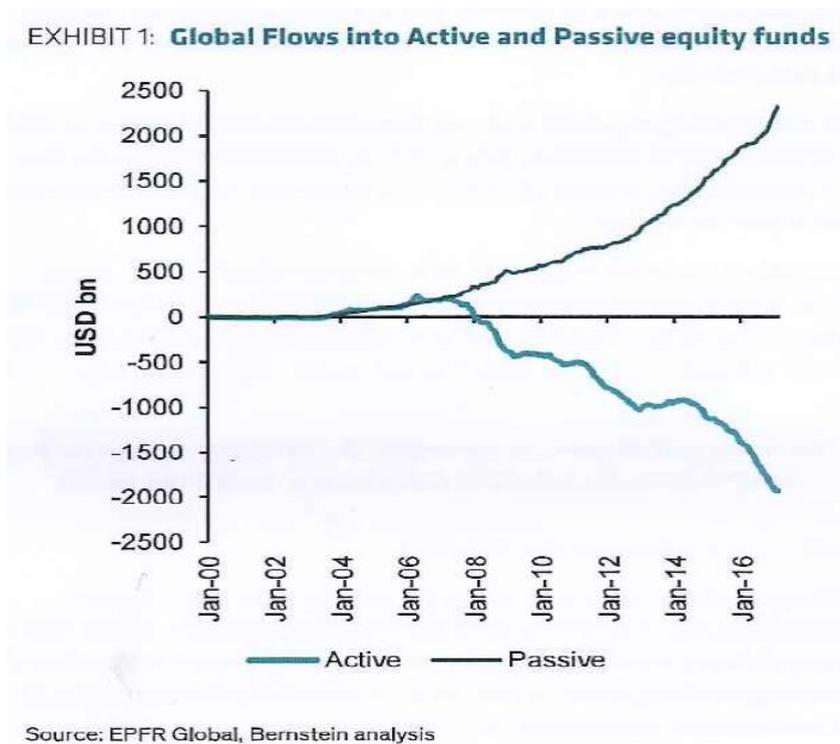
La tabla siguiente muestra cómo un inversor habría logrado casi siempre más rentabilidad en productos pasivos que en la media de los fondos comercializados en Europa. Así, sólo un 9% de los fondos de Acciones Europeas ha logrado batir a los índices en un periodo de 10 años.

Tabla1. Porcentaje de fondos vendidos en Europa con peor rentabilidad que sus índices de referencia

Categoría	3 años	5 años	10 años
Global	89%	96%	98%
USA	93%	97%	99%
Eurozona	85%	88%	91%
Emergentes	82%	89%	97%

fuelle: S&P Dow Jones LLC, Morningstar. Datos para periodos acabando 31Dic15

Parece por tanto que sólo unos pocos gestores logran batir a sus índices después de gastos y que, por tanto, los productos de gestión pasiva tendrían un hueco bien merecido en las carteras del cliente medio. Quizás eso explique la huida de la gestión activa que se ha producido en los últimos 8 años, como demuestra el siguiente gráfico.



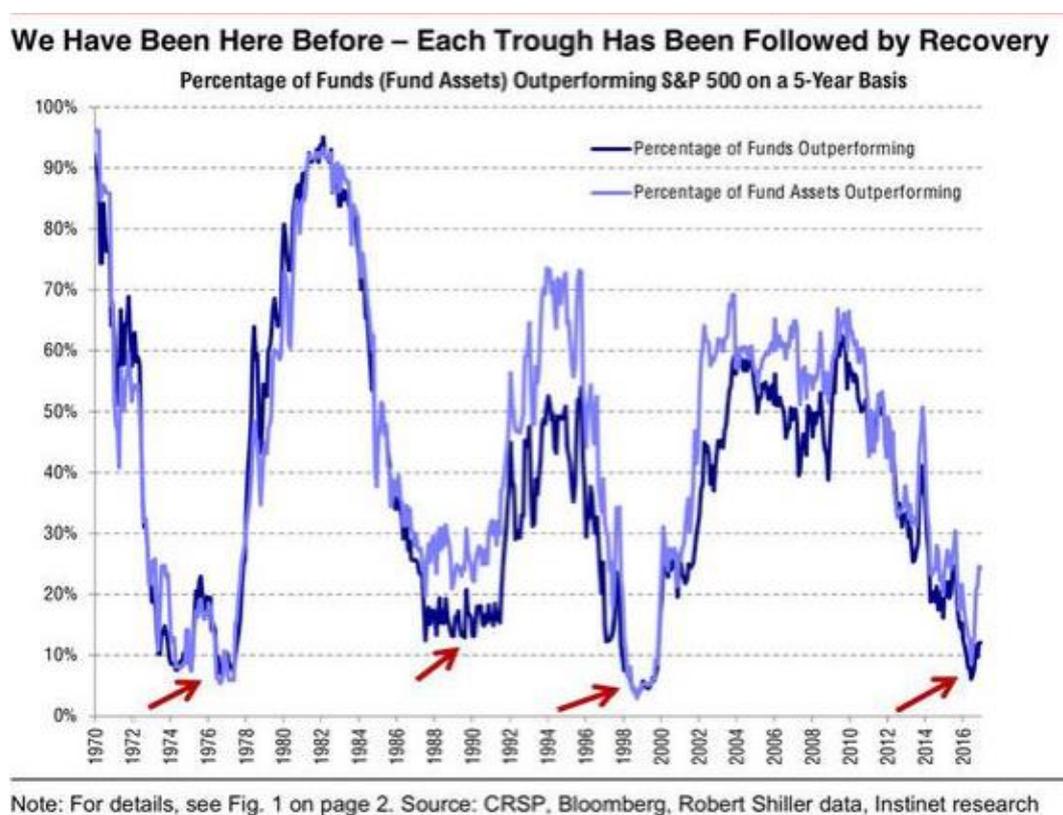
Sin embargo, cuando una tendencia es reconocida por todos como permanente, nuestra reacción suele ser abordarla con un cierto escepticismo y ponernos a trabajar para entenderla mejor. Como siempre, acudimos primero a la historia:

- ¿Ha sucedido ya otras veces que los índices hayan "arrasado" a los gestores activos?
- ¿Qué consecuencias tuvo?

Fijense ahora con detalle en el siguiente gráfico. Este muestra:

- 1) que el actual es uno de los 4 momentos en los últimos 50 años en que los índices más han batido a los gestores activos
- 2) que históricamente este fenómeno de forma tan pronunciada no suele durar mucho
- 3) que los índices sufrieron caídas importantes cuando se alcanzaron históricamente los niveles actuales; el último que vivimos Fernando y yo fue en 1999 (fijense en la flechita del gráfico), y aunque el mercado (los índices!) empezaron a caer en Marzo de 2000, esto no nos impidió generar magnificas rentabilidades ese mismo año a la mayoría de los gestores activos.

Gráfico 1. Porcentaje de fondos que baten al S&P a 5 años



Aunque parece por tanto que no estamos ante ningún "nuevo paradigma", quizás el último "test" de una burbuja es detectar situaciones que desafían el sentido común.

Al igual que los tulipanes llegaron a venderse por fortunas en el siglo XVII, o que las empresas "punto com" sin ventas ni clientes llegaban fácilmente a valer cientos de millones en la bolsa a finales de los 90, hoy hemos detectado algunas situaciones en relación con los productos pasivos que desafían el sentido común.

Por ejemplo, como muestran las dos tablas siguientes, se produce la "ironía" de que quien compra un producto pasivo (ETF) para apostar por España... (fijense en la composición del índice)

ETF "España" Ishares MSCI Spain Index ETF	
	peso
Banco Santander SA	13,1%
Telefonica SA	9,0%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7,6%
Iberdrola SA	7,1%
Industria De Diseño Textil Inditex	6,8%
Amadeus IT Holding SA	4,9%
Repsol SA	4,8%
Red Electrica Corporacion SA	3,8%
Aena SA	3,6%
Ferrovial SA	3,5%
Weight of Largest 10 Holdings	64,3%

... ino está exactamente apostando por España! (fijense la proporción de ventas "españolas" de los miembros del índice)

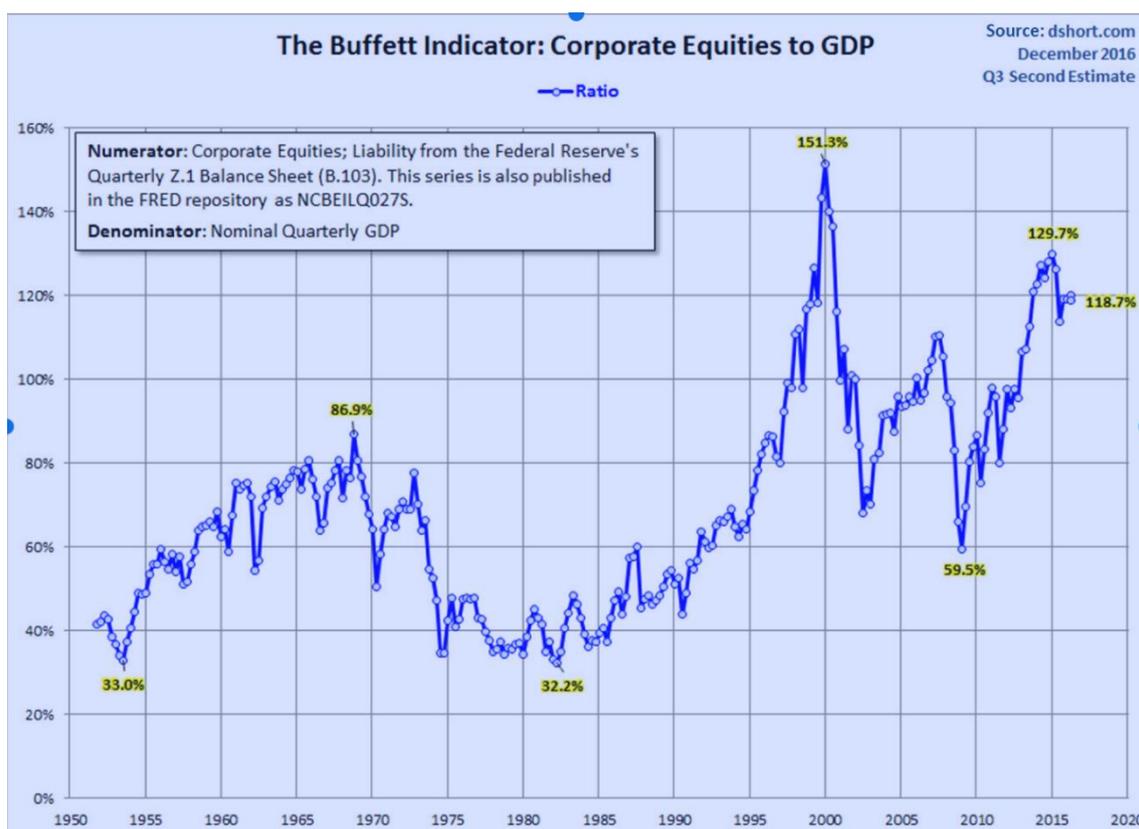
% de las ventas FUERA de España	
Banco Santander SA	88,0%
Telefónica SA	73,7%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	71,6%
Iberdrola SA	55,0%
Industria De Diseno Textil Indetex	82,3%
Amadeus IT Holding SA	96,2%
Repsol SA	47,6%
Red Eléctrica Corporación SA	2,1%
Aena SA	5,9%
Ferrovial SA	72,2%

Hay algunos otros signos contrarios al sentido común actualmente en el mundo de los productos pasivos, como que el vehículo de inversión sea más líquido que los activos que lo componen. En momentos de pánico de mercado, esto podría generar situaciones verdaderamente dramáticas para los titulares de dichos productos.

Parece por tanto que invertir en los índices:

- 1) Ha resultado acertado por norma general, ya que son más baratos que los productos de gestión activa, y existen muy pocos gestores que a largo plazo los batan.
- 2) En este momento concreto no nos parece la mejor idea, a la luz de los datos históricos.

Al cabo, invertir en los índices equivale a apostar (de forma eficiente, eso sí, gracias a sus bajas comisiones) por que los mercados de acciones seguirán su senda alcista. El gráfico siguiente nos da una perspectiva histórica de nuevo sobre los niveles de valoración actuales en comparación con los de los últimos 70 años, usando el indicador preferido de Warren Buffett.



Este indicador (Capitalización Bursátil entre PIB) es una aproximación muy básica a los niveles de valoración del mercado. Como se observa en el gráfico, a finales del año pasado estaba en la parte alta de su rango histórico, y tras la rentabilidad del primer trimestre lo está aún más ahora. Esto no quiere decir que mañana tengan que caer

las bolsas, pero saber que las compañías cotizan caras en relación a la historia nos da una cierta perspectiva. Suponemos que la creación monetaria de la Fed y los tipos de interés artificialmente bajos han alentado el optimismo inversor, y de ahí que los precios estén relativamente altos.

Así, para concluir el debate entre gestión activa o pasiva, nosotros creemos que hoy es probablemente el momento donde peores visos tiene la gestión pasiva frente a la gestión activa de los últimos 20 años.

2. Si no hay que invertir en índices, ¿cómo elegir correctamente entre los gestores activos?

Aunque acertemos con nuestra visión negativa respecto a la rentabilidad de los índices desde los niveles actuales, seguirá siendo verdad que sólo una minoría de gestores logrará batirlos a muy largo plazo. ¿Cómo encontrar a los miembros de ese selecto panteón?

En azValor, nos viene a la cabeza la siguiente frase:

“Si quieres generar mejor rentabilidad que la mayoría, tienes que hacer las cosas de forma diferente a como las hace la mayoría”. Sir John Templeton,

Nosotros no creemos que hacer las cosas de forma distinta garantice la excelencia, pero sí que hacerlas igual que todos asegura la mediocridad. Nuestra “diferencia” en azValor creemos que tiene que ver con los aspectos más cualitativos del mundo de la inversión, y aunque muchos de ellos posiblemente resulten extraños para la mayoría, son precisamente lo que creemos que nos distingue de ella; los resumimos en el esquema siguiente:

Filosofía de la mayoría

Usan estimaciones de brókeres
Riesgo=volatilidad
Retornos relativos al índice
Mentalidad de trading
Diversificación
Predicciones macroeconómicas

Cultura de la mayoría

Locales o globales
Acumular activos
Varios tipos de activo
Gobierno corporativo no es prioritario
Gestores no se juegan nada

Filosofía de azValor

Estimaciones propias
Riesgo=perder dinero
Retornos absolutos
Dueños de negocios
Concentración
Apoyo en Escuela Austriaca para entender/no se hacen previsiones macro

Cultura de azValor

Locales y globales
Capacidad limitada
100% Renta Variable
Obsesionados con el Gobierno Corporativo
Gestores se juegan la mayoría de su patrimonio en los fondos

Además, pensamos que para generar rentabilidades excepcionales se requiere la concurrencia de, al menos, 3 elementos fundamentales:

- 1) visiones de las compañías distintas al consenso, basadas en un análisis más exhaustivo de los datos, y que por norma general se acaben cumpliendo.
- 2) la convicción para mantenerlas a pesar de la enorme presión que existe para ceder y adaptarse a "la mayoría", especialmente en momentos en los que uno aparece como temporalmente equivocado (en azValor, nos pasó con las materias primas a principios de 2016).
- 3) humildad para abandonar una inversión cuando se ha cometido un error.

Todo lo anterior se concreta en aquello en lo que ponemos cada día nuestro máximo esfuerzo: nuestras carteras. Creemos que los siguientes puntos son muy reveladores:

- Mientras los índices principales del mundo están en máximos históricos, el 66% de nuestra cartera está por debajo de los precios alcanzados en 2011.
- Mientras que en los índices pesan más las compañías que más han subido, en nuestras carteras es al contrario: tratamos de dar más peso a los valores más castigados.
- Mientras los índices cotizan a múltiplos elevados (S&P500 a 26x Per de Shiller, y sobre 20x 2017e), nuestra cartera internacional está a 10x beneficios.

Si comparamos un índice representativo del mundo como el S&P500 con nuestras carteras, vemos que tenemos MEJORES compañías (mayor ROCE) y MAS BARATAS (Per).

	S&P500	AzInternacional	AzIberia
ROCE	15-20%	39,5%	20%
PER	20x	9,7x	10,6x

Así, perfectamente podría suceder, como pasó en el año 2000, que asistamos a fuertes revalorizaciones de nuestra cartera en medio de un mercado bajista (recuerden el gráfico 1). Y si llega una caída de los mercados, creemos que nuestras empresas sufrirán significativamente menos que los índices.

En cuanto a las oportunidades potenciales, estamos analizando con interés industrias y países que parecen olvidados (en parte por no estar en los índices, aunque también por otras razones). Hay sectores enteros cotizando a múltiplos bajos de beneficios hundidos, y aunque en general son malos negocios (intensivos en capital, combinando apalancamiento operativo y financiero) algunas acciones de mayor calidad ya se están acercando a los precios de entrada que teníamos marcados

Como ya saben, normalmente preferimos no entrar a detallar las razones específicas por las que hemos invertido en una determinada acción. Hacemos excepciones no obstante en dos ocasiones:

- Cuando nuestra compra es un error; en ese caso preferimos detallar en qué nos equivocamos, porque creemos que la transparencia incrementa la confianza de nuestros inversores. Esa confianza resulta ESENCIAL para que nuestros clientes eviten vender en los momentos de caídas generalizadas.

- Cuando hay mucho pesimismo en el mercado (como en 2008). En ese caso, nuestra experiencia es que los clientes valoran mucho esa información, y el riesgo de que la competencia se aproveche de nuestra transparencia se reduce mucho, ya que en momentos de pánico nadie nos ha hecho demasiado caso históricamente.

Sin embargo, esta vez haremos una excepción, ante el aluvión de consultas de nuestros clientes relacionadas con nuestra inversión en Google.

Google ofrece servicios muy valorados por sus clientes (publicidad más efectiva que en medios tradicionales gracias a una segmentación muy precisa del público objetivo), sin necesidad de emplear mucho capital y generando un abultado ROCE del 80%. Como la publicidad en medios online pesa cada vez más en el mix de la inversión publicitaria total, (en detrimento de medios tradicionales como la prensa), Google tiene aún mucho espacio para crecer: en países desarrollados esta migración ya está avanzada (que no agotada!), pero en países emergentes, el potencial es enorme; por ejemplo, en India, la inversión publicitaria total per cápita en 2016 ascendió a \$6 vs. \$600 en USA. Esta cifra crecerá con el desarrollo del país, y una parte importante irá a medios online (la población de India supone 4x la de USA).

Su balance tendrá el año próximo una caja neta superior al 10% del PIB español, está dirigida por sus dueños, y su contabilidad es extremadamente prudente.

El único problema es que el resto del mercado todo lo anterior ya lo sabe, y normalmente las acciones de este tipo de compañías NO suelen estar baratas. Nosotros aprovechamos un momento de escepticismo de los analistas previos a los resultados del primer trimestre para comprar un paquete de acciones a un múltiplo inferior a 9x EV/EBITDA, que es solo un 10% superior al EV/EBITDA mínimo histórico marcado por la compañía en 2008. Otra manera de ver esto es que, a nuestro precio de compra, Google valía un poco más del doble que en 2007, mientras que sus beneficios desde entonces se han multiplicado por 9 veces.

A día de hoy, la posición competitiva de Google es muy sólida, por su poder de marca, servicio, escala, efecto de red y tecnología; Ello aplica a múltiples ámbitos (búsquedas vía Google, vídeos vía YouTube, navegación vía Chrome, email vía Gmail, sistema operativo móvil vía Android, etc.), ostentando una posición de monopolio en algunos de ellos

Dicho lo anterior, el mundo online es cambiante (como el resto de industrias por cierto!) y no podemos prever cómo se utilizará internet dentro de 20 años, ni si Google seguirá siendo relevante en su forma actual; aun así, nos parece razonable asumir que:

- Dentro de 5 años, Alphabet seguirá seguramente siendo dominante en su forma actual (y mucho más grande)
- Intentará adaptarse (con más o menos acierto) a los cambios a más largo plazo, partiendo de una posición muy ventajosa y de una gran opcionalidad

Compramos a niveles que sugerían un 50% de potencial de revalorización y, lo que es más importante, muy poco recorrido a la baja, en nuestra opinión, gracias al alto nivel de caja (30% de la Capitalización) en balance.

La liquidez

En azValor hemos mantenido un porcentaje de liquidez de entre el 15%-20% desde el inicio. Nuestra rentabilidad acumulada de sobre el 20% desde que empezamos, hubiera sido más alta de haber estado 100% invertidos.

Sin embargo, ese coste "visible" de la liquidez esconde una ventaja "invisible": la flexibilidad que nos otorga para aprovecharnos de las oportunidades que surjan de las muchas incertidumbres que rodean a las empresas y países en que invertimos. No somos originales en este sentido: gestores de la talla de Warren Buffett, Seth Klarman, Tweedy Browne o Southeastern Asset Management (todos ellos con 4 décadas de retornos batiendo al mercado) tienen actualmente más liquidez que nunca en sus carteras.

Una enorme ventaja del mundo de la inversión es que el conocimiento se acumula, y hemos construido con el tiempo un profundo estudio de muchas empresas que seguimos de cerca: con poco trabajo adicional, estamos listos para comprar nuevas acciones según vayan alcanzando nuestros niveles de entrada. Y la liquidez es solo la opción por defecto cuando consideramos que el margen de seguridad de una acción cuyo negocio nos gusta no es suficiente. Seremos pues pacientes, esperando tanto como sea necesario para poner a trabajar la liquidez respetando el margen de seguridad con el que estamos cómodos.

Novedades en azValor

El resultado de nuestro trabajo, si lo hacemos bien, es que quienes ya tienen dinero (algo o mucho) tengan más. No le vemos ninguna pega a esto, y nos alegra como es lógico; pero nos gustaría que también los que no tienen nada se beneficien de nuestro trabajo.

Al fin y al cabo, todo lo más importante en la vida (el amor incondicional de los padres, la salud "de serie", y en general el Amor de los demás...) o se recibe gratis o no se recibe, y nosotros queremos devolver lo que "tan gratis" hemos recibido. Por eso nace "DaValor", la iniciativa solidaria de azValor que continúa lo que ya empezamos hace 10 años.

En las pasadas conferencias de Madrid y Barcelona, Jose María Márquez, su responsable y viejo conocido, habló unos minutos al respecto, pero nos gustaría dar continuidad a esa introducción con un evento después del verano. Estén atentos porque en breve les convocaremos por si se quieren unir a entender mejor y quizás colaborar con "DaValor".

Con esto nos despedimos, agradeciéndoles la confianza depositada en nuestra gestión. El equipo comercial, liderado por Beltrán Parages, estará encantado de responder a cualquier pregunta que quieran hacernos.

Álvaro Guzmán de Lázaro Mateos

Consejero Delegado y Director de Inversiones