

## Carta anual 2017: Intermoney Variable Euro

El año 2017 estuvo marcado por el tono positivo de las bolsas a nivel mundial, en línea con la recuperación y consolidación económica global. La baja volatilidad registrada en los mercados financieros viene explicada por la ausencia de eventos extraordinarios y la intervención monetaria de los Bancos Centrales.

Con respecto a este último punto es interesante destacar los efectos perversos de una política monetaria de tipos cero. En los últimos años, las compañías y Gobiernos han tenido la oportunidad de refinanciar y emitir nueva deuda a un coste por debajo de la inflación. Esta anómala situación beneficia especialmente a aquellas empresas más endeudadas.

Desde la óptica del inversor, la aberración financiera es tal que existen numerosos ejemplos de compañías de elevada calidad crediticia cuya rentabilidad por dividendo está muy por encima de la rentabilidad de un bono emitido por la misma. Circunstancia que refleja la burbuja creciente en renta fija y que provoca un movimiento de búsqueda “desesperada” de rentabilidad hacia la renta variable.

En este entorno es importante estudiar y vigilar la estructura de capital de las compañías. En momentos de complacencia crediticia existe la tentación de incrementar el apalancamiento financiero con el objetivo de aumentar artificialmente la creación de valor para el accionista.

El comportamiento del fondo ha sido muy satisfactorio, acabando el año con una rentabilidad del 13,66%, superando a su índice de referencia: Eurostoxx 50 con dividendos (9,9%). La rentabilidad anualizada desde el año 2013 es del 11,7%. El fondo se sitúa entre los productos más rentables a 3 y 5 años dentro de su categoría.

Rentabilidad anual			
	IM Variable	EuroStoxx 50	EStoxx 50 (Div. Neto)
2013	21.5%	17.9%	22.5%
2014	1.6%	1.2%	4.7%
2015	13.5%	3.8%	7.2%
2016	8.1%	0.7%	4.7%
2017	13.7%	6.5%	9.9%
Acumulada	58.3%	30.2%	49.0%
<b>Anualizada</b>	<b>11.7%</b>	<b>6.0%</b>	<b>9.8%</b>

La consistencia de un fondo de inversión en el largo plazo es la mayor garantía de proteger y capitalizar un ahorro. Cabe recordar que ser dueño de un trozo del capital de una compañía nos permite beneficiarnos del crecimiento de la misma.

Seguimos trabajando para mejorar nuestro proceso de análisis. El mismo, es una combinación de analizar empresas y entender los incentivos de los equipos directivos que las gestionan. Hasta el momento, probablemente hayamos hecho un mejor trabajo entendiendo empresas, pero el segundo factor es igualmente importante.

Nuestro día a día tiene como objetivo incrementar el potencial de revalorización del fondo. Nuestra mentalidad abierta y el propio tamaño del fondo nos permiten analizar todo tipo de compañías, sin restricciones sectoriales o por capitalización. En los últimos meses, hemos

incorporado compañías de perfil *Small & Mid caps*. La razón fundamental es la menor eficiencia de mercado en dicho perfil de compañías debido a que están fuera del radar de analistas y fondos de gestión pasiva. Como ejemplo, hemos invertido en varias compañías que realizan un servicio diferencial dentro de la industria del *Oil&Gas*: *TGS Nopec*, *Euronav*, *Brunel* y *Vopak*. Dichas inversiones nos permiten beneficiarnos de la normalización del precio del petróleo sin que las cotizaciones actuales reflejen dicha situación. A su vez, invertimos en *Figeac-Aero*, una compañía que opera como proveedor *Tier-1* y *Tier-2* para los principales fabricantes de motores y equipamiento de aviación en Europa. Dicha inversión, nos permite participar en el crecimiento de la demanda de aeronaves a nivel global.

En ciclos alcistas de bolsa, como el actual, se requiere un mayor esfuerzo de análisis, investigando sectores y negocios que no están de moda, poco seguidos, que están pasando por malos momentos y que no gozan de la simpatía del consenso de mercado. Por tanto, se antoja necesario mantener una actitud independiente y crítica.

Por otra parte, la proliferación de fondos de gestión pasiva (*ETFs*) que responde a la necesidad de ofrecer simplicidad a un coste inferior. La industria de fondos de inversión ha maltratado históricamente al ahorrador con productos complejos, caros y de dudosa calidad. No me cabe duda de que esta tendencia creciente se consolidará, ocupando una posición dominante en la industria. Es razonable pensar que en el futuro los *ETFs* coexistirán con una minoría de productos de gestión activa que aportan valor al partícipe y que justifican un mayor coste. De esta forma, el ahorrador dispondrá de dos estilos diferenciados que no son incompatibles para una cartera personal.

Por último, queríamos hacer hincapié en la importancia de mantener una coherencia entre horizonte temporal y proceso de inversión. Nuestra mentalidad empresarial nos lleva a emplear el tiempo en la búsqueda de divergencias entre valor y precio. A continuación, explicamos situaciones que ponen en relieve lo comentando anteriormente:

1. Valoración de las compañías: Es muy común descartar la inversión en ciertas compañías de calidad porque aparentemente cotizan a unos múltiplos elevados. Cuando nos centramos en el corto plazo obviamos la capacidad de crear valor, a través de procesos de consolidación, reestructuración o cambios de ciclo económico. Un ejemplo real de nuestras últimas inversiones destacadas es *Sodexo*. Cuando invertimos, cotizaba a un múltiplo supuestamente elevado (*P/FCF: 18x*) que invitaba a rechazar dicha inversión. No obstante, estaríamos desestimando una oportunidad de inversión muy razonable en el largo plazo. La capacidad de crecimiento orgánica e inorgánica de la compañía históricamente situaría a tres años vista dicho múltiplo en 12x.
2. Alineación de intereses: A lo largo de la historia, muchos equipos directivos han sufrido presiones por obtener resultados inmediatos en el corto plazo, poniendo en riesgo la viabilidad futura del negocio. Como saben, es de suma importancia encontrar un equipo directivo honesto y capaz cuyo plan de remuneración a largo plazo esté vinculado con la creación de valor para los accionistas. Por tanto, priorizamos una asignación eficiente del capital. Preferimos recortes de inversión y dividendos en

momentos delicados de entorno de mercado que protejan el balance de una compañía.

3. Generación de oportunidades: Los movimientos en bolsa en el corto plazo están guiados por las emociones humanas. Ante eventos extraordinarios o inesperados, la irracionalidad gana protagonismo, generando un excelente caladero de oportunidades de inversión en el largo plazo. Para aprovechar esta situación, es necesario haber realizado un trabajo profundo de análisis previo que nos permita disponer de una lista de compañías candidatas.

Para terminar, el equipo de Intermoney Gestión queremos agradecer a nuestros partícipes su confianza en cedernos la gestión de sus ahorros. Es una gran responsabilidad y, a su vez, una fuente de motivación extraordinaria.

De cara al año que comienza, estamos muy ilusionados con las recientes compañías que hemos incorporado a cartera y con nuevas ideas de inversión que estamos analizando en detalle. Nuestra voluntad, esfuerzo y trabajo continuará centrándose en seguir haciendo crecer la rentabilidad del fondo.

Atentamente,



Álvaro Cubero Fraile

Responsable de renta variable