

AGF - European Quality Fund

Josep Prats comienza su carta haciendo balance de lo que ha dado de sí la temporada estival en los mercados. El Euro Stoxx 50 ha cerrado agosto prácticamente en los mismos niveles de junio (-0,6%) y el fondo se ha anotado una leve revalorización del 0,2% en el mismo periodo. En lo que llevamos de ejercicio, **la rentabilidad que acumula es del 9,9%**, frente al 3,9% del Euro Stoxx 50.

De estos meses de verano, el gestor de **Abante European Quality** destaca los movimientos que se han vivido en el mercado de divisas, con la **escalada del euro** como protagonista. En apenas dos meses, la moneda comunitaria ha pasado de cotizar a 1,14 dólares a moverse en los 1,19, lo que implica que en 2017 acumula una **ganancia de casi un 15%**.

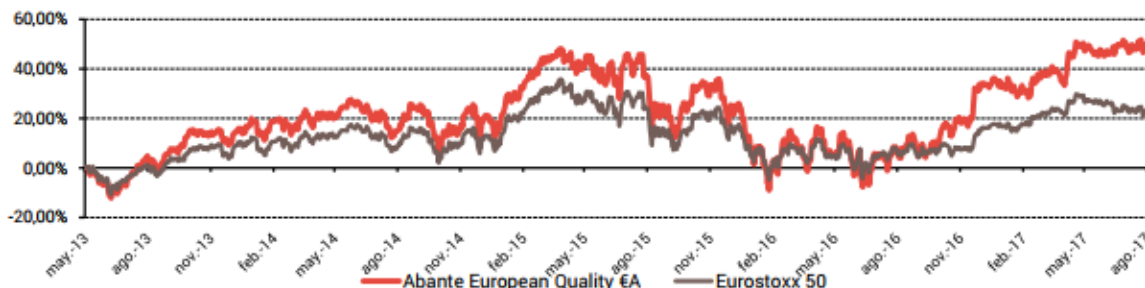
El gestor también analiza los últimos movimientos de la cartera. El fondo comienza septiembre con **menos peso financiero**, si bien este sector sigue siendo su principal apuesta. Los valores que han salido son Deutsche Bank, Generali, Munich Re y Basf, dando paso a otras cuatro compañías: **LVMH, L'Oréal, Airbus y Bayer**. Con estos cambios, la cartera se compone actualmente de 25 valores, siendo 8 de ellos bancos.

Por último, Prats hace alusión a la cartera del inversor estadounidense **Warren Buffett**, con el que dice compartir la misma filosofía de inversión: buenas y grandes compañías que cotizan a precios razonables.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-ago-17
Valor liquidativo 14,621€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2017	Fondo	9,91%	-1,68%	-0,79%	8,61%	2,75%	0,67%	0,05%	1,30%	-1,04%			
	Eurostoxx 50	3,98%	-1,82%	2,75%	5,46%	1,68%	-0,14%	-3,17%	0,22%	-0,81%			
2016	Fondo	7,15%	-12,53%	-3,31%	1,64%	4,20%	1,09%	-12,26%	6,83%	4,43%	-3,08%	9,11%	2,78%
	Eurostoxx 50	0,70%	-6,81%	-3,26%	2,01%	0,77%	1,16%	-6,49%	4,40%	1,08%	-0,69%	1,77%	-0,12%
2015	Fondo	4,45%	6,55%	9,35%	4,08%	-2,48%	-0,44%	-4,52%	6,47%	-11,95%	-7,13%	13,27%	3,17%
	Eurostoxx 50	3,85%	6,52%	7,39%	2,73%	-2,21%	-1,24%	-4,10%	5,15%	-9,19%	-5,17%	10,24%	2,58%
2014	Fondo	2,60%	-1,75%	4,82%	0,74%	1,25%	2,45%	-1,68%	-3,71%	1,59%	2,35%	-4,40%	5,90%
	Eurostoxx 50	1,20%	-3,06%	4,49%	0,39%	1,16%	1,44%	-0,50%	-3,49%	1,83%	1,68%	-3,49%	4,42%
2013	Fondo	15,85%					-2,57%	-7,30%	8,91%	0,28%	7,30%	8,54%	0,49%
	Eurostoxx 50	10,33%					-1,72%	-6,03%	6,36%	-1,69%	6,31%	6,04%	0,61%



Carta del gestor

Aunque el calendario nos dice que el año empieza en enero, la nostalgia de los tiempos de estudiante nos lleva a considerar, de alguna forma, que septiembre, también en la vida profesional, tiene algo de inicio de curso. Y el inicio de curso es un buen momento para la reflexión, por lo que esta carta va a ser algo más extensa de lo habitual.

Los mercados no se toman vacaciones, pero este año parece que lo hayan hecho. El Euro Stoxx 50 ha cerrado agosto en prácticamente los mismos niveles de finales de junio (-0,6%). El valor liquidativo del fondo ha registrado una leve subida (+0,2%) en el mismo periodo y acumula, así, una rentabilidad del 9,9% desde inicios del ejercicio (frente al 3,9% de revalorización del Euro Stoxx 50).

Durante los dos meses veraniegos, las oscilaciones experimentadas por las principales bolsas no han sido relevantes, aunque sí ha sido más significativo el movimiento que hemos visto en el mercado de divisas, con una revalorización del euro desde 1,14 dólares hasta 1,19 en apenas dos meses. Esto ha hecho que, en lo que llevamos de 2017, la moneda única acumule una ganancia de prácticamente un 15% frente a la divisa estadounidense, contradiciendo así los augurios de una pronta paridad que la mayoría de los analistas pronosticaban en los primeros meses del año.

Mi postura sobre el tipo de cambio y su incidencia en la valoración de las compañías es clara y, aun a riesgo de ser reiterativo, la recordaré una vez más. Para valorar las compañías estimo cuál puede ser su capacidad de generación de beneficios normalizada en un ciclo largo, sin dar una relevancia especial al último beneficio trimestral o incluso anual, publicado. Y para saber cuántos euros puede ganar de media una empresa, pongamos en las dos próximas décadas, tengo que tener un punto de anclaje para poder traducir a euros los beneficios que vaya a obtener en mercados donde no es la divisa europea, sino el dólar, la moneda en la que en último término se fijan los precios.

Este tipo de cambio central, de largo plazo, es el que resulta de la paridad del poder de compra, que podemos establecer en niveles próximos a 1,25 dólares por euro. Un nivel en el que dos compañías globales similarmente eficientes y que operan en el mismo sector, una radicada en Estados Unidos, con la mayoría de sus costes fijos en dólares, y otra radicada en la eurozona, con la mayoría de sus costes fijos en euros, obtienen márgenes operativos similares. A dicho tipo de cambio es como yo traduzco los dólares a euros para mis valoraciones.

Simplificándolo mucho, que es una buena manera de explicar las cosas de forma clara sin que los matices oscurezcan el mensaje, podríamos decir que, en toda Europa, incluidos los países que no pertenecen a la zona euro, los agentes económicos piensan en euros, y que en el resto del mundo piensan en dólares. Si hacemos un repaso de la distribución de las ventas de las compañías de consumo e industria del Euro Stoxx 50, vemos que todas ellas tienen exposiciones muy relevantes a ingresos fuera de Europa. De media, aproximadamente un 40% de las ventas se realizan en el mercado europeo, un 30% en América y un 30% en Asia.



Si consideramos que los asiáticos cuentan más en dólares que en euros, podríamos decir, sin temor a equivocarnos demasiado, que más de la mitad del negocio de las compañías de consumo e industria del Euro Stoxx 50 fija sus precios en dólares. Por ello, el tipo de cambio vigente en cada momento puede generar fuertes oscilaciones en el beneficio anual publicado, siendo realmente determinante en algunas empresas en las que el peso de la actividad fuera de Europa absorbe más del 60% del total, como es el caso de compañías como ASML, AB Inbev, Nokia, Philips, Unilever, Sanofi, Schneider, Adidas, LVMH, Essilor, Airbus, Bayer o L'Oréal.

No todos los agentes del mercado hacen como yo. No todos calculan el beneficio medio futuro con un tipo de cambio medio a largo plazo. Muchos, simplemente centran su atención sobre el beneficio publicado cada año en euros, y para ellos, un movimiento muy marcado de la divisa, como ha sucedido este año, determina un cambio importante sobre el atractivo bursátil de las compañías. Los mismos ingresos en dólares son hoy un 15% inferiores en euros si lo comparamos con enero, por lo que ver revisiones a la baja de valoraciones del orden del 10% para compañías que, como las anteriormente mencionadas, generan la mayoría de sus ingresos en divisas distintas a la moneda europea, es algo relativamente común.

Si el mercado les hace caso a corto plazo y empuja a la baja las cotizaciones de alguna de estas compañías por esta razón, puede ser una buena oportunidad de compra para un inversor fundamental con perspectiva de largo plazo. Este es mi caso, por lo que he aprovechado las caídas en las cotizaciones de LVMH, L'Oréal, Airbus y Bayer para incorporarlas a la cartera.

Hay otros sectores en el Euro Stoxx 50, notoriamente el financiero y los relacionados con los servicios públicos básicos (energía, telecomunicaciones, infraestructuras), en los que el carácter local de las compañías que están integradas en el índice es mucho más marcado.

Por lo general, en estos sectores, más de tres cuartas partes de sus ingresos, y en muchos casos la totalidad, se obtienen en euros, por lo que la evolución del tipo de cambio no afecta de forma significativa a sus cuentas de resultados anuales. De la venta de posiciones en algunas de estas compañías hemos obtenido el dinero necesario para invertir en las anteriormente citadas. En concreto, han salido de la cartera Deutsche Bank, Generali, Munich Re y Basf.

Con las cuatro compras y las cuatro ventas realizadas en verano, la cartera se compone actualmente de los siguientes 25 valores: 8 bancos (BBVA, ING, BNP, Société Générale, Crédit Agricole, Unicredit, Intesa y Commerzbank), 2 aseguradoras (Allianz y Axa), 3 petroleras (Shell, Eni y Total), 2 fabricantes de coches (Daimler, BMW), 3 químico-farmacéuticas (Bayer, Air Liquide, Sanofi), 2 fabricantes de aviación (Airbus, Safran), 2 de consumo (LVMH, L'Oréal) y otras 3 compañías de distintos sectores (Deutsche Post, Siemens y SAP).

Aunque hemos reducido el peso del sector financiero, los bancos siguen siendo, claramente, nuestra principal apuesta. La normalización, todo lo lenta y pausada que se quiera, pero ineludible, del escenario de tipos, terminará por tener su reflejo en la cuenta de resultados de los bancos y, por ende, en su cotización.

Como pueden ver, es una cartera de grandes valores, de compañías globales con productos y servicios con una calidad suficiente como para permitirles mantener, durante muchos años, posiciones de liderazgo.

Algunas veces, hay quien me pregunta si yo soy un inversor *value*. Y mi respuesta es muy sencilla: defíname *value* y yo le contesto. Si por valor se entiende comprar acciones a un precio inferior a la valoración fundamental de la compañía, determinada por su capacidad de generación de beneficios a largo plazo, descontada a una tasa representativa de su nivel de riesgo, sin duda lo soy, y diría, sin dudar, que tanto como el que más.

Como veo que, en muchos medios, dicha etiqueta se asocia a los seguidores de un gran inversor, Warren Buffett, he decidido echar un vistazo a su cartera y ver si la mía se parece en algo a la suya. Y miren por donde, parece que ambas se asemejan muchísimo más que lo que se parecen entre sí la de este último y la de muchísimos de sus confesos seguidores.

No he peregrinado nunca a Omaha y apenas he leído alguna de sus divertidas cartas a los inversores. Pero mi respeto y admiración por una persona que lleva muchas décadas obteniendo excelentes resultados como gestor de inversiones es muy grande. Por ello, me he alegrado al ver que, como yo, su inversión se concentra en grandes valores, en los más diversos sectores. De hecho, en este momento, el sector financiero, la banca y los seguros, constituye el núcleo de su inversión, junto a compañías con gran imagen de marca en consumo y tecnología, además de automoción, aviación y petroleras.

A título informativo, les adjunto las 15 primeras posiciones de la cartera de Berkshire Hathaway, según la última declaración a la SEC el 14 de agosto de 2017: Kraft Heinz, Wells Fargo, Apple, Coca Cola, American Express, IBM, Phillips 66 (segunda petrolera *downstream* de Estados Unidos), US Bancorp, Charter Communications (segundo operador de cable de Estados Unidos), Moody's, Bank of New York Mellon, Delta Air Lines, Goldman Sachs, Southwest Airlines, General Motors, etc. En conjunto, suponen el 88% de la cartera total de cotizadas. A ella hay que añadir, notablemente, las compañías aseguradoras propiedad al 100% del grupo.

En fin, ni pequeños valores que apuntan a grandes promesas, ni grandes gangas medidas por PER o a bajísimos precios en libros ni, desde luego, ausencia de bancos o financieras. Si el Sr. Buffett es considerado la referencia del *value investing*, y lo juzgamos por su cartera, yo debo ser también, como aquel portugués que hablaba prosa sin saberlo, si se me juzga por mi cartera, tan parecida (aunque europea en lugar de estadounidense), un *value investor*. Por ello, no me extraña que los resultados que he obtenido en mis doce años y ocho meses de gestor con valor liquidativo diario ininterrumpido sean tan parecidos a los del oráculo de Omaha (un 10,1% anual compuesto, frente al 9,5% del Sr. Buffett) en el mismo período.



Les aseguro que no ha sido porque nos copiemos la cartera. Aunque probablemente sí tengamos, sin necesidad de haberla copiado, la misma filosofía de inversión: buenas y muy grandes compañías que cotizan a precios razonables.

Muchas gracias por su confianza,

Josep Prats

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Blog en Unience](#)
- [Perfil de Twitter](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La carta Informativa ha sido elaborada 04/07/2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.