

[www.adarve-fondos.com](http://www.adarve-fondos.com)



CARTA TRIMESTRAL

**ABRIL**  
**2022**

ADARVE

GESTIÓN DE ACTIVOS

12 de abril de 2022

*“Las cosas podían haber  
sucedido de cualquier  
otra manera y, sin  
embargo sucedieron así.”*

Miguel Delibes. El camino.

Estimados partícipes,

Cerramos el primer trimestre de 2022 con la tristeza de ver que, una vez más, la sinrazón humana es capaz de superarse sumiendo a un país europeo en una guerra que jamás debiera haber ocurrido. Al drama humano y la tristeza por ver a tanta gente sufriendo, se le une otra guerra librada en paralelo que sacude los cimientos energéticos de medio continente, que está impactando de manera desigual en los mercados, con el látigo inflacionario, afectando los bolsillos del ciudadano y haciendo que los bancos centrales comiencen a tomar nuevos rumbos con los tipos de interés.

Respecto a lo que nos ocupa, Adarve Altea sigue ejecutando la estrategia marcada desde el inicio, ajena al ruido de los mercados, y nos sentimos satisfechos viendo el comportamiento del proyecto y el apoyo de los partícipes que siguen día a día mostrando su confianza, lo que nos ha permitido superar la barrera de los diez millones de euros en activos bajo gestión.

En la carta de hoy nos gustaría hacerles reflexionar sobre un asunto incómodo, pero que entendemos necesario, y que esperamos les haga ver otra cara del prisma de la inversión. Desde el inicio es uno de los objetivos que como asesores de Adarve nos hemos marcado.

Como ustedes sabrán, el bando anglosajón fue el principal vencedor de la Segunda Guerra Mundial. Esta victoria se trasladó a múltiples facetas de la sociedad, entre ellas y concretamente, al mundo académico y universitario. Fruto de este dominio surgen multitud de estudios, trabajos y literatura académica que sientan las bases de lo que es el entendimiento del riesgo y la gestión de las finanzas e inversiones. Bases cuya firmeza, por los últimos acontecimientos, se ponen en cuestión al vislumbrar un contexto en el que el mundo anglosajón perdiera su dominio, por ejemplo, en caso de un conflicto bélico de alcance mundial.

En el estudio *“Global Stock Markets in the Twentieth Century”*, los autores Philippe Jorion y William N. Goetzmann parten de la premisa de que en las estimaciones de retornos esperados a largo plazo en renta variable se utilizan fundamentalmente datos del mercado estadounidense. Apuntan que hay razones para sospechar que estas estimaciones están marcadas por el sesgo de supervivencia del mercado americano, que ha sido el sistema capitalista con más éxito del mundo. Recogen datos sobre índices de 39 mercados al inicio de los años 20 y desde el 21 al 96. En este periodo verifican que las acciones estadounidenses tuvieron el mayor retorno de todos los

países, obteniendo un 4.8% respecto al 0.8% de la media del resto. Este diferencial les pareció a los autores más una excepción que una regla esperable.

Sin embargo, resulta de gran interés que una cartera diversificada globalmente habría obtenido un resultado del 4% reduciendo además el riesgo de estar concentrado en una economía que podría resultar perdedora en un conflicto. Este punto lo remarcamos de manera habitual en Adarve, pues consideramos la diversificación geográfica como uno de los pilares sobre los que cimentar nuestra cartera. Los autores vieron con claridad que, si uno no tiene en cuenta a los perdedores del mismo modo que a los ganadores, va a acabar ofreciendo una visión sesgada en la que se ignora información importante acerca del riesgo de la inversión.

Las economías perdedoras de hoy pueden ser las ganadoras del futuro y a la inversa.

Estados Unidos estuvo en el bando ganador de la guerra, disfrutó de un resurgimiento de su mercado de renta variable, mientras que los perdedores tuvieron que ver sus mercados de capitales cerrados durante bastante tiempo y además afrontar un largo periodo hasta lograr igualar los guarismos previos al conflicto.

Una parte importante de la literatura disponible se basa por tanto en los cimientos de este orden mundial que hemos vivido en la última centuria, pero quizá no sea mala idea reflexionar, aunque sea de manera distópica sobre qué hubiera sucedido en otros escenarios y si la configuración de nuestros activos soportaría un cambio importante durante una sacudida, en el delicado equilibrio de los poderes de las potencias dominantes.

Es bastante probable que si es usted aficionado a los libros o series de ficción haya visto obras que nos hablan de futuros distópicos. ¿Qué hubiera pasado si los nazis hubieran ganado la Segunda Guerra Mundial? Se aborda en *The man on high castle*. ¿Y si los rusos hubieran ocupado Noruega con la connivencia de la UE? *Occupied*. ¿Un asalto a la democracia estadounidense y la posterior implantación de un régimen dictatorial que trata a la mujer como animal reproductivo? *El cuento de la criada*. Y así podríamos seguir remontando el río, hasta los escritos de *Un mundo feliz* de Huxley o *1984* de Orwell. Miles y miles de páginas escritas y fotogramas filmados que nos hacen reflexionar sobre posibles futuros que nunca llegaron a suceder, pero cuyos retazos en ocasiones se confunden bastante con la realidad.

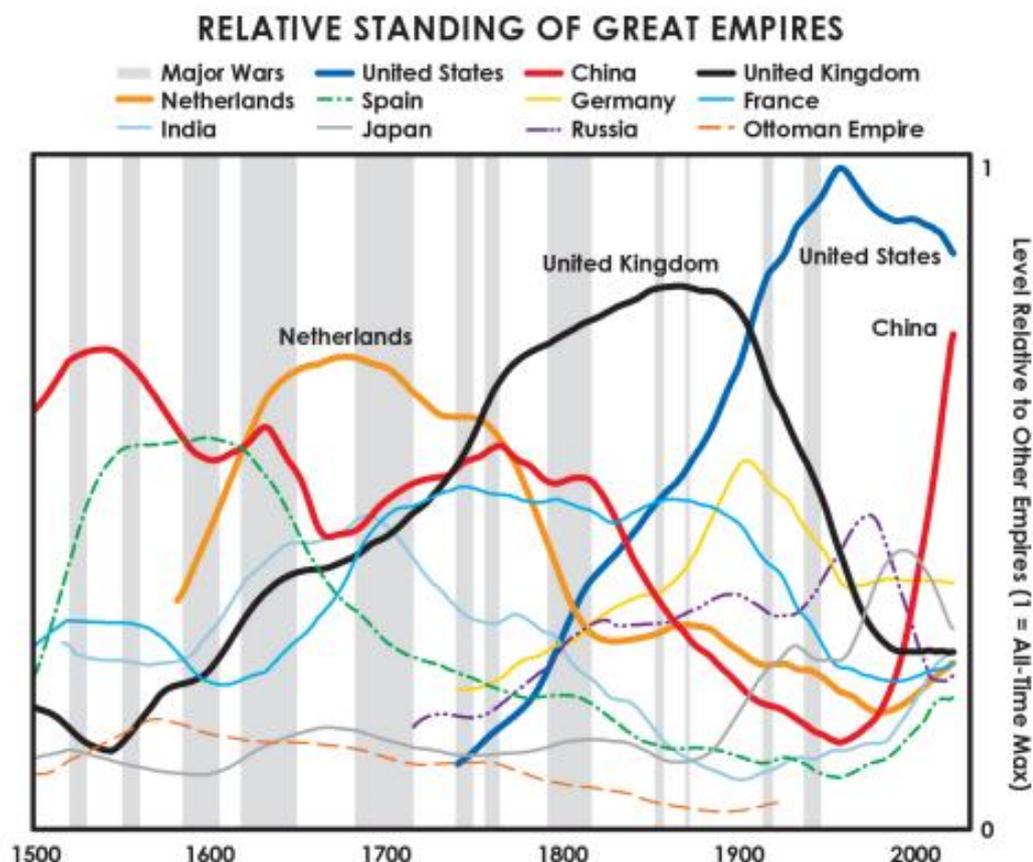
Para continuar este ejercicio nos apoyaremos en otras dos obras interesantes, con sus luces y sus sombras, como son *Principios para enfrentarse al nuevo orden mundial: Por qué triunfan y fracasan los países* de Ray Dalio y *Wealth, war and wisdom* de Barton Biggs.

En la primera obra, Dalio nos ilustra sobre cómo los imperios surgen de un nuevo orden mundial, que desemboca en una época de prosperidad y endeudamiento. Este ciclo de endeudamiento trae aparejado un gran crecimiento en la competencia tanto social como geopolítica. Llegados aquí comienza el lento declinar: primero ocurre una crisis de deuda, a la que le sigue una era de estímulos monetarios que aceleran la desigualdad y las tensiones geopolíticas.

El autor argumenta que en este periodo las guerras y revoluciones tienen una alta probabilidad de ocurrir. El último compás del ciclo de los imperios corresponde a una

reestructuración de la deuda del mundo y el nacimiento de una nueva arquitectura geopolítica.

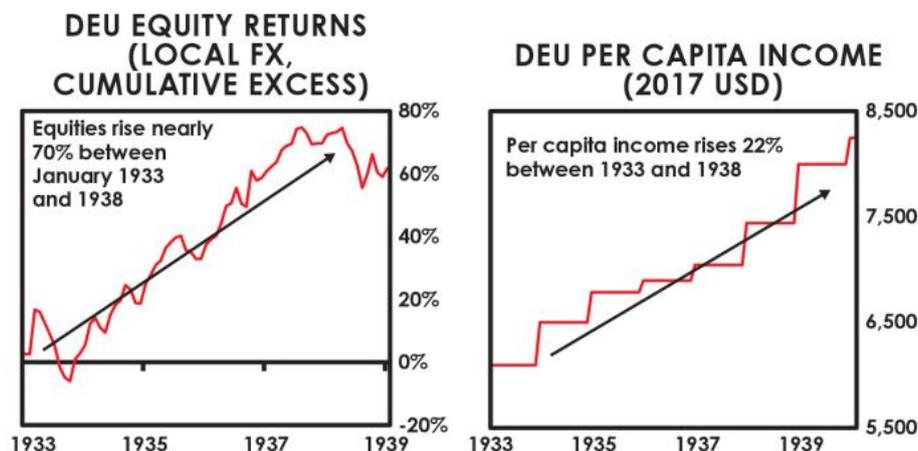
En la siguiente imagen extraída de la citada obra, Dalio muestra el auge y la caída de los diferentes imperios y se puede ver cómo mantenerse durante largos periodos de tiempo es harto complejo por la naturaleza cíclica del mundo.



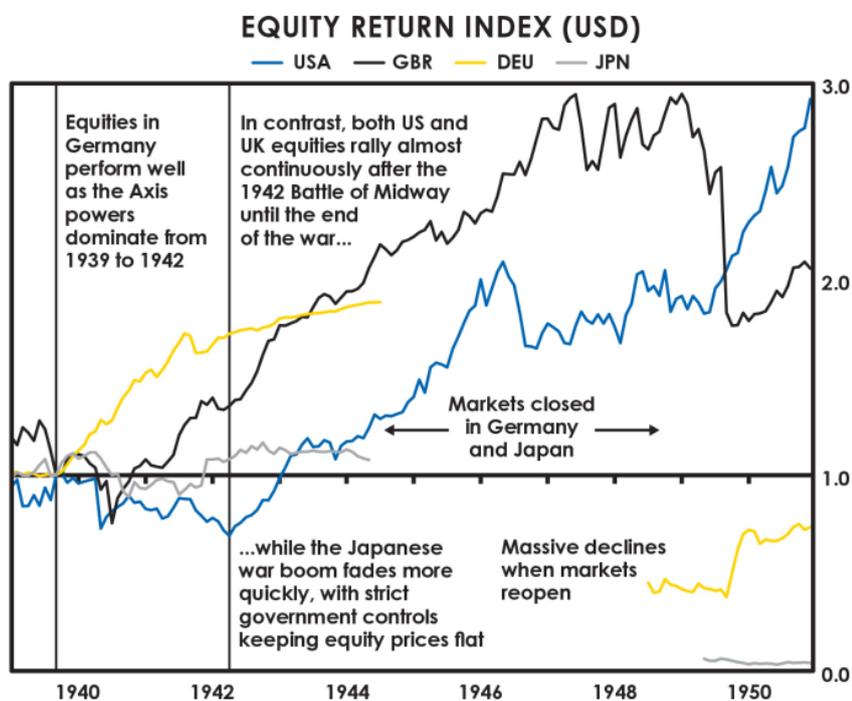
Para entender el presente y tratar de imaginar el futuro, suele ser interesante ver de dónde venimos y cómo se comportaron las cosas en el pasado manteniendo la humildad de entender que, si las cosas cogieron con el pie cambiado a la gran mayoría de inversores de hace cien años, difícilmente será que esta vez sea diferente si no es porque sostenemos posiciones ganadoras por puro azar, o porque hemos sido capaces de limitar el daño con la tan infravalorada diversificación.

Imaginemos cómo viviría un ciudadano alemán de principios de siglo, con unos 33 años en 1933, el periodo entre 1933 y 1939. El periodo entre 1933 y 1938 contempla aumentos de la renta per cápita del 22% y crecimientos del mercado de renta variable cercanos al 70%.

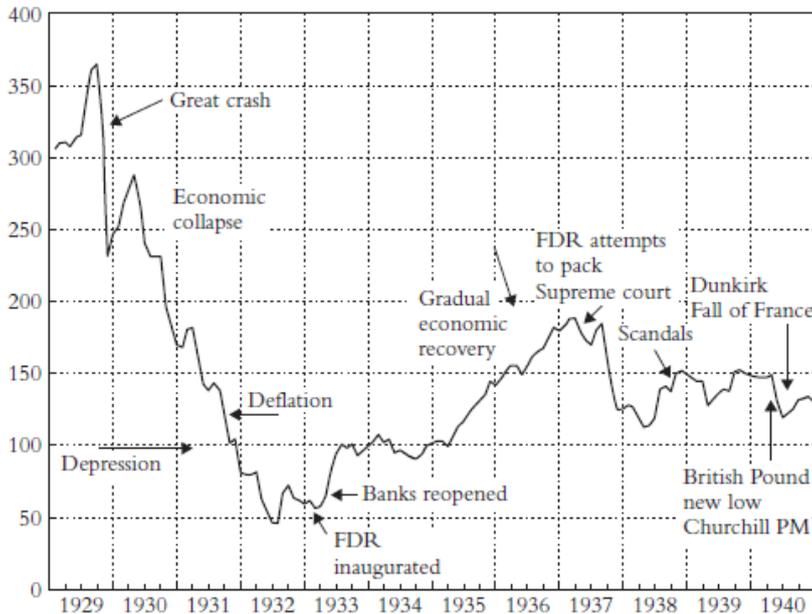
Parece difícil no pensar que el mundo tal y como se le presentaba le auguraba un futuro de vino y rosas. Tal vez el auge del populismo o los movimientos tectónicos de la geopolítica le preocuparon algo, pero con el bolsillo lleno las cosas se ven de otra manera.



Observemos ahora los siguientes años del periodo, con unas bolsas claramente dominantes sobre el resto. Recordemos que a principios de siglo, la hegemonía americana no era tal.



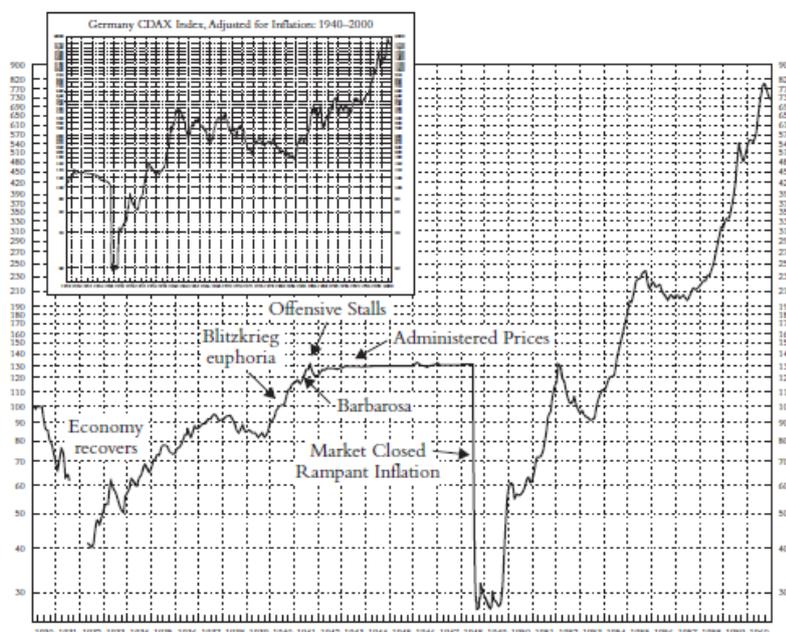
Este sería el resumen del índice Dow Jones entre 1929 y 1940.



**Figure 3.2** Dow Jones: 1929–1940  
 DATA SOURCE: Dow Jones & Co.; Global Insight.

**War, wealth and wisdom**

La historia para nuestro ciudadano alemán, cuya prosperidad era difícil poner en duda, continuó como sigue en el gráfico. Los años con los mercados cerrados y una situación en la que su mundo literalmente se vino abajo, le puso las cosas francamente complicadas.



**Figure 6.3** Germany CDAX Index, Adjusted for Inflation: 1930–1950  
 DATA SOURCE: Credit Suisse; Global Financial Data, Inc.; Traxis Partners LLC.

La historia la escriben los vencedores y en esta ocasión no fue diferente. Pocos inversores se salvaron de estar excesivamente concentrados en el lado incorrecto de la historia, de ahí la gran importancia de tener exposición a la parte del mundo desarrollada y a la que está en desarrollo. A los ganadores del momento y a la parte del mundo que está más alejada de los focos mediáticos.

Ahora reflexione, ¿qué sucedería en caso de conflicto bélico mundial en la que el grueso de sus inversiones estuviese invertido en Estados Unidos o en Europa? ¿Qué pasaría si el todopoderoso Nasdaq o SP500 fueran testigos de un conflicto en suelo estadounidense?

Barton Biggs en *Wealth, war and wisdom* plantea que el bando perdedor es el que arrastra las mayores pérdidas, seguido por los países en los que se sitúa el conflicto. Una exposición de activos concentrada en la parte perdedora resulta letal, pero es difícil para un inversor evaluarlo con la cabeza fría cuando durante los últimos diez o veinte años dichos activos han sobrepasado ampliamente al resto de los activos de las demás economías.

Sólo la diversificación en activos de calidad en todas las economías mundiales, incluyendo a las que actualmente quizá descartemos por no ser las más populares para la corriente dominante de inversores, podrá ejercer un papel protector para nuestro patrimonio. Así al menos nos lo ha mostrado la historia cuando hemos ampliado el enfoque explorando datos que, aunque no se han tenido demasiado en cuenta, conforman una foto más precisa del escenario al que nos exponemos como inversores.

Y hasta aquí nuestra reflexión del primer trimestre. Esperamos les haya abierto un nuevo ángulo de pensamiento o al menos les haya servido de entretenimiento. Seguimos trabajando con fuerza e ilusión trimestre a trimestre para que el vehículo de inversión que compartimos con ustedes sea cada vez más resiliente y oportunista a la hora de capturar los rendimientos de inversión que nos ofrecen los mercados de renta variable a lo largo y ancho del mundo.

Atentamente,

El equipo de Adarve.

#### Bibliografía:

- *Global Stock Markets in the Twentieth Century*. Autores: Philippe Jorion y William N. Goetzmann. Nuestro agradecimiento a Rubén Saldaña por hacernos llegar el paper. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=8156](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8156)
- *Word, war and Wisdom*. Autor: Barton Biggs.
- *Principles for dealing with the changing in world order. Why nations succeed and fail*. Autor: Ray Dalio.

Como saben, nos gusta mostrarles una imagen que sintetiza el conjunto de nuestra cartera:

| <b>Margen Bruto</b> |                  |                  |
|---------------------|------------------|------------------|
| mb percentil 25%    | mb percentil 50% | mb percentil 75% |
| 65%                 | 45%              | 27%              |

| <b>ROIC</b>        |                    |                    |
|--------------------|--------------------|--------------------|
| ROIC percentil 25% | ROIC percentil 50% | ROIC percentil 75% |
| 33%                | 17%                | 10%                |

| <b>Deuda / EBITDA</b> |                   |                   |
|-----------------------|-------------------|-------------------|
| d/e percentil 25%     | d/e percentil 50% | d/c percentil 75% |
| 0,3                   | 1,2               | 2,8               |

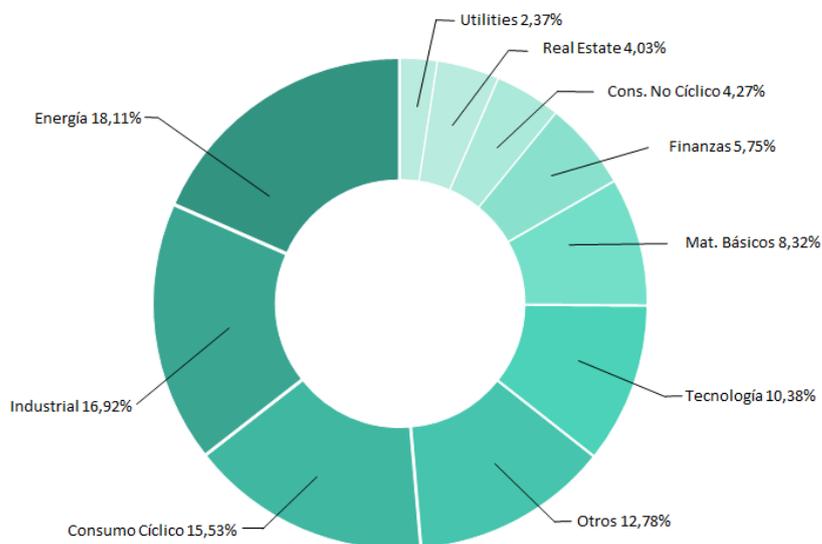
| <b>Crecimiento de BPA 5Y (CAGR)</b> |                  |                  |
|-------------------------------------|------------------|------------------|
| cb percentil 25%                    | cb percentil 50% | cb percentil 75% |
| 24,1%                               | 9,0%             | 3,3%             |

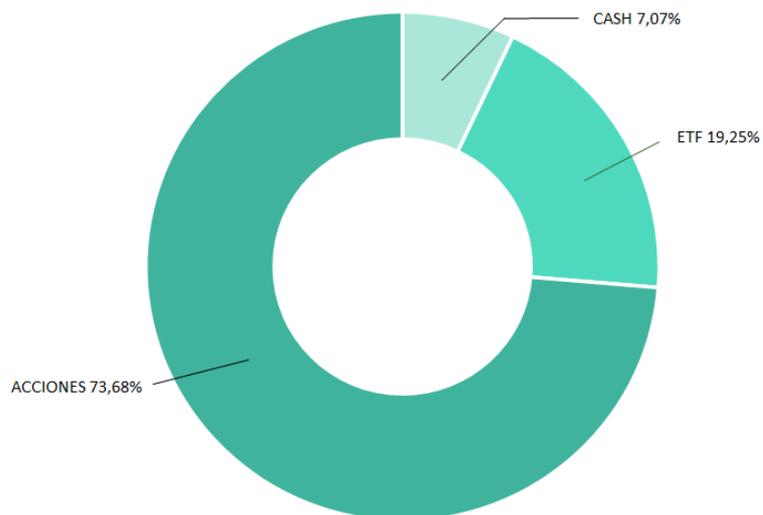
| <b>EV / EBITDA</b>  |                     |                     |
|---------------------|---------------------|---------------------|
| ev/eb percentil 25% | ev/eb percentil 50% | ev/eb percentil 75% |
| 4,1                 | 6,8                 | 13,8                |

Únicamente a título de recordatorio, esta tabla se leería: «El 25% de las empresas que forman nuestra cartera tienen un margen bruto superior al 65% y el 75% mayor al 27%». Son empresas muy rentables. Tienen una explicación detallada de cómo interpretarla en <https://adarvefondos.es/explicacion-ratios/>

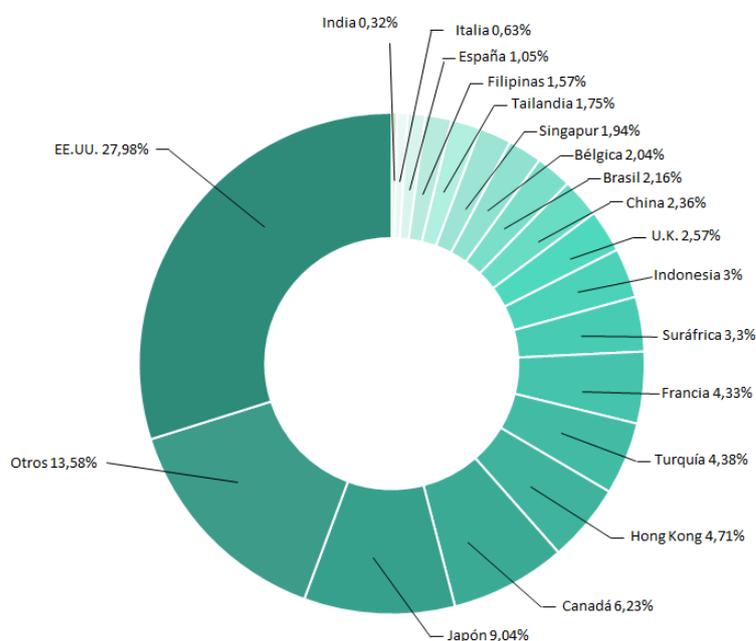
### DISTRIBUCIÓN POR SECTOR DE ACTIVIDAD



### DISTRIBUCIÓN POR TIPO DE ACTIVO



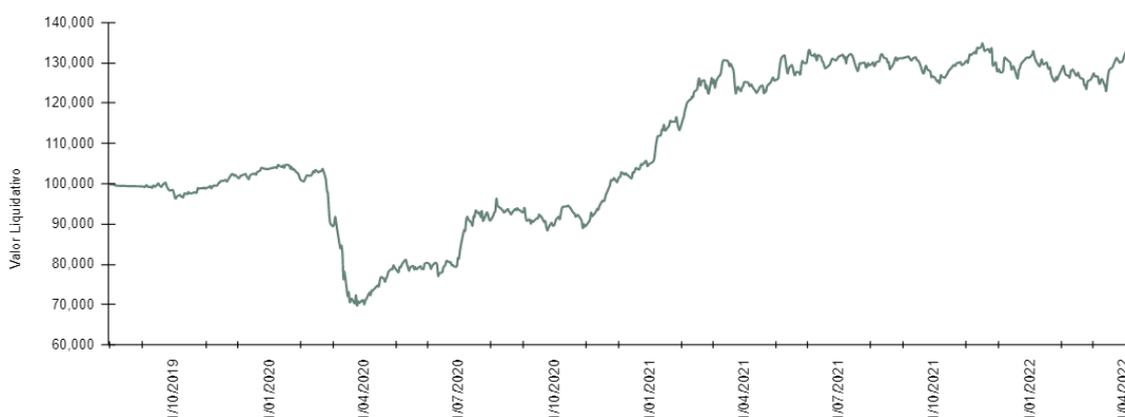
## DISTRIBUCIÓN POR PAISES



## 1º TRIMESTRE 2022

|                                       |                 |
|---------------------------------------|-----------------|
| Valor Liquidativo a 11/04/2022        | <b>132,64</b>   |
| Rentabilidad en el año (YTD)          | <b>+ 0,96%</b>  |
| Rentabilidad en los últimos 3 meses   | <b>+ 1,84%</b>  |
| Rentabilidad en el último año         | <b>+ 6,40%</b>  |
| Rentabilidad desde el comienzo        | <b>+ 32,64%</b> |
| Rentabilidad del modo «Mr. Tran-Tran» | <b>+ 25,86%</b> |

EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO DESDE EL INICIO HASTA 12/04/2022



CARTERA ACTUAL



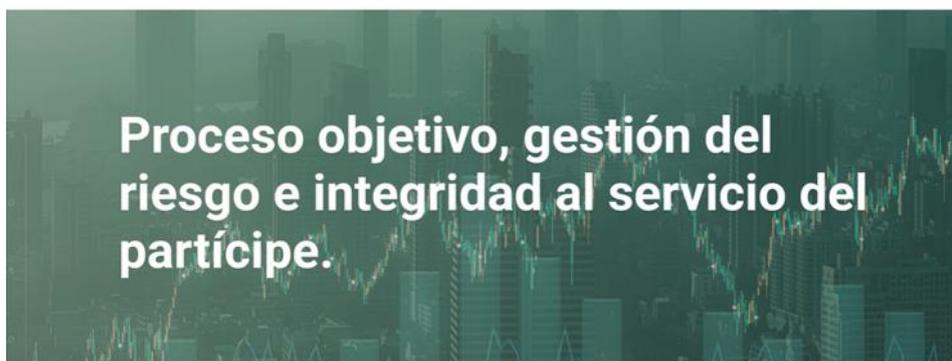
Invesco Exchange SP 500 EQL WGT Energy ETF  
 Invesco Exchange Traded SmallCap Energy ETF  
 SonicShares Global Shipping ETF

Amundi MSCI EM Latin America ETF  
 iShares MSCI Brazil U. ETF  
 SPDR Series Trust SP Oil Gas Equip ETF

ADARVE ALTEA EN LOS MEDIOS

[Intervención en el programa radiofónico \*Tu dinero nunca duerme\*](#)

## PRINCIPIOS



Recuerden que pueden interactuar con nosotros de manera directa en **+D**: en <https://foro.masdividendos.com/t/adarve-altea-2021> y contactar para cualquier consulta que deseen formular [en nuestra página web de Adarve Gestión de Activos](#)

Asimismo, pueden seguirnos en la cuenta de Telegram: [https://t.me/adarve\\_gestion](https://t.me/adarve_gestion) y [en nuestro blog de Adarve](#), dónde tratamos de exponer de forma sencilla información relativa al compartimento Adarve Altea, así como las bases e ideas en las que entendemos el mundo de la inversión.