

Fondo C2V Global –Año 2024

Febrero 2025



Estimados inversionistas,

En esta tercera carta anual nos gustaría compartir con ustedes lo que estamos viendo en los mercados, así como los resultados del Fondo durante el año 2024.

Los mercados en 2024

Durante 2024 los mercados globales de renta variable continuaron el impulso alcista iniciado durante 2023. El índice MSCI ACWI rentó un 17,5% en dólares durante el año. La economía de Estados Unidos logró mantener el equilibrio entre un crecimiento económico resiliente y una inflación a la baja, lo cual permitió a la FED durante 2024 bajar la tasa de referencia de 5,4% a 4,4%. Estas favorables condiciones macroeconómicas dieron un impulso a las acciones de Estados Unidos, sumado al desarrollo de la inteligencia artificial que sigue beneficiando enormemente a unas pocas empresas de semiconductores y a las grandes empresas tecnológicas. Hacia fin de año la elección de Trump impulsó a algunas acciones puntuales como Tesla y a los grandes bancos de inversión.

La inflación subyacente (core) en EEUU fue un 3,2% anual a diciembre 2024, manteniendo la trayectoria a la baja desde el peak de 2022, pero a una velocidad bastante menor a la esperada hace un año. Actualmente las proyecciones del mercado apuntan a que a finales de 2025 la inflación core bajaría a 2,5% y que la tasa de referencia de la FED se ubicaría en 3,9% (vs 4,4% hoy). La gran incertidumbre que existe hoy es el efecto que pudiera tener en la inflación las políticas económicas del gobierno de Trump. Si durante el año la inflación core se estanca sobre 3,0% o empieza a subir, el efecto negativo en las acciones podría ser bastante importante.

Las fuertes subidas de los índices accionarios durante los últimos 2 años ha puesto en marcha la maquinaria especulativa que se repite en todos los ciclos alcistas: i) inversionistas retail marcando niveles de optimismo históricamente altos; ii) abundante deuda ingresando a cuentas de margen e instrumentos apalancados; iii) valoraciones excesivas en varias de las acciones más demandadas. Cuando a futuro la música se detenga, ya sea por riesgo de contracción económica o aumento de inflación, sabemos que el mercado accionario entrará en la fase correctiva del ciclo. Lo que no sabemos es cuando.

En C2V no intentamos predecir los movimientos futuros de inflación, empleo, tasas, monedas y múltiplos. Tampoco dedicamos tiempo a tratar de predecir hacia dónde va la economía mundial. Nuestros esfuerzos se concentran en elegir empresas de distintas industrias que tengan capacidad de generar retornos de largo plazo superiores al índice accionario global ACWI.

Resultados y movimientos del Fondo durante 2024

Durante el año 2024 el Fondo rentó un 9,4%, mientras que el índice MSCI ACWI rentó un 17,5%. La diferencia de retorno se debe a que durante 2024 se dieron simultáneamente 2 efectos: i) 9 acciones del índice en las cuales el fondo no está invertido tuvieron un retorno sobresaliente; ii) empresas puntuales invertidas por el Fondo que tuvieron un mal año.

Partiendo por las acciones en que no está invertido el fondo, el efecto más notorio se concentra en Nvidia y Broadcom. Estas dos empresas han sido las principales beneficiadas con el explosivo aumento de CAPEX en inteligencia artificial. Durante el año 2024 ambas acciones tuvieron un retorno accionario superior al 100%, aportando en conjunto un 4,0% de retorno al índice. Un caso distinto es Apple y Tesla. Ambas acciones experimentaron fuertes subidas tras el resultado eleccionario de Trump, aportando 2,0% de retorno al índice. Mas allá de los beneficios que puedan tener estas empresas con el nuevo gobierno, lo cierto es que las expectativas de

venta y utilidad para los próximos años no han mejorado los últimos 6 meses, lo cual deja las valoraciones de fin de año en niveles históricamente elevados. Por último, está el caso de los 5 principales bancos de inversión. La llegada de Trump impulsó la expectativa de una mayor actividad en fusiones y adquisiciones, catapultando el retorno accionario de estos bancos hacia el cierre del año. Durante 2024 estos 5 bancos tuvieron retornos en torno a 40%, y aportaron en conjunto 1,0% de retorno al índice.

Empresa	Contribución	Empresa	Contribución
Amazon	1,3%	Dollar General	-0,6%
TSM	1,0%	Nike	-0,6%
Berkshire Hathaway	0,8%	LVMH	-0,5%
Constellation Software	0,8%	Sika	-0,5%
Alphabet	0,8%	Adobe	-0,3%

La empresa del portafolio que tuvo el peor desempeño fue Dollar General. En 2 años esta acción ha caído un 70%. Warren Buffet alguna vez dijo que el negocio de retail era duro, principalmente porque existen pocas barreras de entrada. En el caso de Dollar General, durante 40 años logró defenderse exitosamente de la competencia enfocándose en: i) tiendas por conveniencia en zonas rurales que estuvieran ubicadas suficientemente lejos de Walmart; ii) precios más bajos que los competidores locales. Esta propuesta le permitió a la compañía generar una ventaja competitiva que fue consolidando a medida que se expandió geográficamente por EEUU. Todo iba bien hasta 2023 cuando Walmart puso en marcha años de inversión en logística y capacidades online. El desarrollo de retiro en tienda y mejor distribución geográfica de despacho online le permitió a Walmart por primera vez competirle de manera más efectiva a Dollar General. Probablemente DG encuentre a futuro una salida al nuevo cuadro competitivo. Sin embargo, difícilmente recuperará la posición competitiva que tenía hace 2 años. Durante 2025 buscaremos el mejor momento para salir de esta inversión. Caso muy distinto ha sido lo que ha pasado con las otras 2 inversiones que tenemos en retail, Costco y O'Reilly. Durante los últimos 2 años estas empresas han consolidado sus ventajas competitivas y aumentado sus ventas, obteniendo así retornos de 100% y 40% respectivamente.

Tal como lo comentamos en cartas anteriores, Nike está pasando por un periodo de ajuste debido a malas decisiones que se tomaron durante la pandemia. En octubre del año pasado asumió un nuevo CEO que debería acelerar los cambios necesarios. El problema es que no está claro cuánto tiempo tomará el ajuste. También es preocupante que han aparecido nuevos competidores que, si bien aún son pequeños, han sido muy efectivos en ciertos segmentos. Analizaremos la nueva información que esté disponible durante 2025 para decidir si nos mantenemos invertidos en Nike.

LVMH no es solo una empresa de lujo, es un imperio. Con marcas icónicas como Louis Vuitton, Dior, Moët & Chandon y Tiffany & Co., el conglomerado francés ha construido una posición inigualable en la industria. Su fortaleza siempre ha sido su capacidad para vender no solo productos, sino estatus y exclusividad. Sin embargo, 2024 fue un año desafiante. La desaceleración en el gasto de lujo, especialmente en China, combinada con un entorno macroeconómico más débil y tasas de interés altas, impactó el crecimiento de LVMH y llevó a una corrección en su valoración. A pesar de esto, el caso a largo plazo sigue siendo sólido: el lujo no es solo consumo, y LVMH tiene el mejor portafolio del mundo.

Sika, el gigante suizo de materiales de construcción, ha pasado más de un siglo perfeccionando su dominio en sellantes y aditivos para el hormigón. Con presencia en 102 países y más de 400 plantas operativas, la compañía ha demostrado una impresionante capacidad de expansión. Durante los últimos seis años, su crecimiento ha promediado un sólido 11% anual en dólares, impulsado por un 4% de crecimiento orgánico y un 7% derivado de adquisiciones estratégicas. Sin embargo, tras el dinamismo de 2021 y 2022, los últimos dos años han mostrado una desaceleración. En 2024, Sika confirmó que este menor crecimiento orgánico persistirá hasta 2025, lo que castigó su acción en el mercado. Aun así, nosotros creemos que el caso de inversión a largo plazo sigue intacto.

Sin embargo, 2025 será clave para evaluar su capacidad de navegar el entorno macroeconómico adverso y ejecutar adquisiciones que refuercen su posición de liderazgo.

Adobe es el indiscutible líder en software creativo, con productos como Photoshop, Illustrator y Premiere Pro que se han convertido en herramientas esenciales para diseñadores, creadores de contenido y empresas en todo el mundo. Su modelo de negocio basado en suscripciones ha sido un motor de crecimiento espectacular en la última década, convirtiéndola en una de las compañías de software más rentables del mundo. Sin embargo, 2024 fue un año complicado. La creciente competencia en herramientas de inteligencia artificial generativa, las dudas competitivas que dejaron su intento de adquirir Figma y una desaceleración en el gasto corporativo golpearon su crecimiento y la acción sufrió. Aun así, el caso de Adobe a largo plazo sigue siendo fuerte. Su ecosistema es prácticamente un estándar de la industria, y su capacidad para integrar IA en sus productos podría ser una ventaja competitiva clave en los próximos años.

Principales Empresas a Dic-2024	Industria	Peso
Amazon	Broadline Retail	4%
Constellation Software	Application Software	4%
Berkshire Hathaway	Multi-Sector Holdings	3%
S&P Global	Financial Exchanges & Data	3%
Microsoft	Systems Software	3%
Danaher	Life Sciences Tools	3%
Visa	Payment Processing	3%
Alphabet	Interactive Media & Services	3%
Mastercard	Payment Processing	3%
Accenture	IT Consulting	3%

A pesar de que aún faltan los resultados del cuarto trimestre, el año 2024 va a terminar siendo un buen año para las empresas del Fondo. Visto el portafolio como un todo, las ventas van a crecer un 9% y la utilidad por acción un 14%. Recordemos que hace un año la estimación del mercado era que las ventas crecieran un 9% y la utilidad por acción un 14%. Tomando el consenso de los analistas para el año 2025 y 2026, las proyecciones de crecimiento del Fondo son: venta un 11% anual para ambos años, utilidad por acción un 12% y 16% respectivamente. De materializarse estas estimaciones, creemos que los retornos del Fondo deberían ser similares a los crecimientos de utilidad por acción.

Durante julio de 2024 realizamos el rebalanceo del portafolio. En este proceso ajustamos la exposición de cada empresa a su peso objetivo y realizamos los cambios de acciones que vemos necesarios para mantener la consistencia de nuestra estrategia de inversión en el tiempo. Los principales cambios al portafolio que realizamos esta vez fueron: i) swap de L’Oreal por Esteé Lauder; ii) venta total de CSL; iii) aumento en Zoetis.

Las transacciones en CSL y Zoetis responden a nuestra intención de ir paulatinamente en el tiempo concentrando nuestra exposición al sector salud en un número más reducido de empresas (actualmente son 21). En el caso de la australiana CSL, hace más de un año que no nos sentíamos cómodos con la evolución del negocio core y las adquisiciones que realizó la compañía. A comienzos de julio aprovechamos un buen momento de valoración relativa para vender CSL e invertir la caja en Zoetis (líder mundial en salud animal).

Todos estos movimientos representaron un 6% de rotación de cartera, ubicándonos durante el año 2024 por debajo de nuestro rango meta de 15-20% anual.

¿Qué retorno anual esperar de la renta variable global en el largo plazo?

Los retornos de la renta variable son inherentemente volátiles en el corto plazo. Año a año, los mercados pueden experimentar fluctuaciones significativas, pero en periodos largos, la dispersión de retornos se reduce. Para estimar un rango de rentabilidad futura, la historia ofrece un punto de referencia útil. A continuación, observamos los retornos anuales del índice MSCI ACWI (EE.UU., Europa, Japón y mercados emergentes) en los últimos 30 años.

Retorno Anual MSCI ACWI en USD					
Año Inicio	Año Termino	# Años	Retorno Total	Retorno Dividendo	Retorno Precio
dic-94	dic-04	10	8,2%	2,0%	6,2%
dic-04	dic-14	10	6,6%	2,7%	3,9%
dic-14	dic-24	10	9,8%	2,5%	7,3%
dic-94	dic-24	30	8,2%	2,6%	5,6%

A simple vista, la evolución del índice parece estable, pero cada década ha estado marcada por eventos extremos: la burbuja dotcom, la crisis subprime y la pandemia de Covid-19. Si analizamos los retornos móviles a 10 años en las últimas dos décadas, encontramos que en el 12% de los casos el rendimiento fue inferior al 4% anual, mientras que en el 9% de los casos superó el 10% anual. Estas desviaciones extremas ocurrieron casi exclusivamente durante la crisis financiera de 2008 y su posterior recuperación. Excluyendo este período, los retornos anuales a más de 10 años se han mantenido principalmente en el rango de 7% a 9%.

El rendimiento de 9,8% en la última década es atípico y se encuentra en el extremo superior del rango histórico. Un factor clave ha sido el auge de las grandes tecnológicas, en particular las Magnificent 7. Estas empresas ya eran gigantes hace una década, con una capitalización promedio de 250.000 millones de dólares. Sin embargo, han logrado lo que pocos anticipaban: crecimiento de ventas del 23% anual y aumento en la utilidad por acción del 32% anual, generando un retorno promedio de 34% anual. En consecuencia, estas siete acciones explican 30% del retorno total del MSCI ACWI en la última década. Dicho de otro modo, sin ellas, el índice habría rentado un 7,0% anual en lugar de 9,8%.

¿Qué implica esto para la próxima década?

La historia sugiere que es razonable esperar un retorno anual de entre 7% y 9% en el largo plazo. Para una persona que administra sus propios ahorros, es importante siempre mantener estos órdenes de magnitud en perspectiva. Especialmente para evitar errores en los momentos extremos del ciclo: invertir agresivamente después de varios años de buenos rendimientos o vender en pánico tras una caída significativa. Para invertir exitosamente en renta variable (acciones o fondos), la primera condición es mantenerse invertido todo el tiempo durante varios años.