

Comentario Invexcel Patrimonio

Febrero 2016

Demóstenes



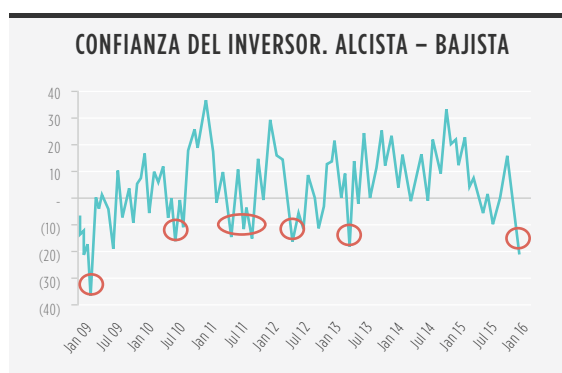
El inicio del mes de febrero fue cabal continuación del nerviosismo del final de enero mostrando unos inversores que justifican con cualquier excusa la venta de sus activos de renta variable. El nivel máximo de esta situación se alcanzó durante la segunda semana del mes en la que por ejemplo, el Ibex o el Eurostoxx, registraron caídas acumuladas en el año del 19%, en el peor arranque de ejercicio para los índices mundiales desde 2008. Sin embargo, durante la segunda parte del mes, los mercados han registrado importantes rebotes que han permitido que los índices recuperen gran parte del terreno perdido.

En definitiva pocas novedades en una situación que se mantiene pesimista sin que las apariencias nos hagan cambiar sustancialmente de opinión sobre la ya expresada en nuestras anteriores comunicaciones mensuales.

COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

Febrero 2016
Demóstenes

pág. 2



La presentación de resultados del cuarto trimestre de 2015 avanza a buen ritmo, con aproximadamente la mitad de las compañías europeas mostrando resultados netos sustancialmente mejores que los del trimestre precedente. Sin embargo, como ya comentamos en nuestra anterior carta, el pesimismo reinante ha sido aprovechado por directivos y analistas para hacer la mayor revisión a la baja de beneficios desde la crisis financiera de 2008. Esto supone una oportunidad de sorprender al alza en cualquier momento, mientras estos mismos expertos no se inmutarán a la hora de reconsiderar e invertir su opinión y recomendación.

Las dudas en torno a la salud del sector financiero europeo (Deutsche Bank y la banca italiana) han provocado que el índice de bancos europeos haya llegado a registrar caídas en 2016 superiores al 25%. Y ante este panorama los inversores han buscado refugio en el oro (+16,8% en lo que va de año) y en la deuda gubernamental. Las entradas en este último tipo de activo han sido de tal magnitud, que el 27% de los bonos de gobiernos a nivel global cotizan con rentabilidades negativas a vencimiento (y más del 60% con rentabilidades menores al 1%); para ilustrar el caso, imagine prestar 100€ a un gobierno y a vencimiento recibir 97€... ¿Alguien encuentra sentido a esto? Nosotros no. Por ello, desde hace un

año, el efectivo compone la mayor posición de nuestros activos de renta fija.

la combinación perfecta para vender más tranquilos, justificar nuestras ventas.

COMENTARIO
INVEXCEL PATRIMONIO

Febrero 2016
Demóstenes

pág. 3

PORCENTAJE DE LOS BONOS GUBERNAMENTALES GLOBALES CON TIR INFERIOR AL 0%



Fuente: Bloomberg, BofA/Merrill Lynch, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 9 de febrero de 2016.

La desorientación también se aprecia al ver que el mercado se mueve al son del “oro negro”. Tradicionalmente han sido dos activos con comportamientos independientes (durante 15 años, la correlación ha sido de -0,08, siendo 1 un comportamiento idéntico), pero desde hace seis meses, esta ratio ha escalado hasta el 0,88.

Y con este paisaje de fondo, febrero termina con los mercados europeos cayendo un -1,9% de media (Ibex -4%), EEUU un -0,4% y los emergentes planos.

Por lo que respecta a nuestros vehículos, **Finlovest** ha bajado un -1,27% frente al -1,63% correspondiente a su índice de referencia. En 2016 nuestra SICAV se ha dejado un -5,2% frente al -5,6% del índice.

Excel Equities, por su parte, ha bajado un -2,2% en febrero en línea con su “benchmark”. En el año pierde un -9,2% frente al -7,0% del MSCI Europe, beneficiado este 2016 principalmente por el peso de Reino Unido en su cesta (España cierra Febrero con un -11,5% de rentabilidad en 2016).

Decía Demóstenes: “No hay nada más fácil que el autoengaño ya que lo que desea cada hombre es lo primero que cree”. El bombardeo de pesimismo continuo provoca la necesidad de huir. Apreciar cada fatalidad afecta negativamente el estado de ánimo, creándose

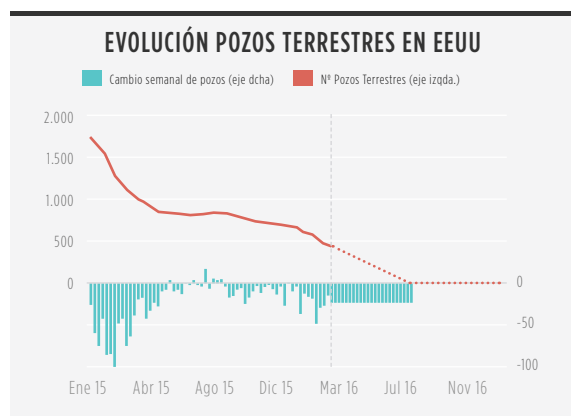
En **Invexcel** creemos firmemente que la consecuencia de pensar diferente que el consenso del mercado, da la posibilidad (con alta probabilidad) de obtener rentabilidades mejores que la media en el largo plazo. Muchos actores encuentran su estado óptimo de confort siguiendo el consenso mayoritario y aceptándolo como inmutable, ya que si el resultado es negativo siempre tendrán la tranquilidad de que por lo menos la mayoría lo ha compartido, el conocido “mal de muchos...” Es de sentido común pensar que si la mayoría de inversores tiene la misma opinión favorable de compra sobre un determinado activo, la diferencia entre el precio y el valor real será muy pequeña o, peor aún, estaremos comprando un activo de moda a precios excesivamente caros.

Así que aún a riesgo de repetirnos, mantenemos nuestra opinión y visión de futuro, intentando obtener de esta situación posiciones que demuestren su potencial a medio plazo.

“No hay nada más fácil que el autoengaño ya que lo que desea cada hombre es lo primero que cree”

Este mes hemos aprovechado este panorama bajista para incrementar posiciones en determinados valores ligados a los recursos básicos, desinvirtiendo de otros que durante estos meses han actuado como refugio para inversores que querían mantenerse en renta variable y cuyos precios, en nuestra opinión, han alcanzado el valor real de sus activos (estas últimas compañías más relacionadas con el sector de consumo estable). Observamos indicaciones positivas en el sector, lo que nos hace pensar que la situación puede estar cerca de un punto de inflexión. El Gobierno Chino ha anunciado cierres de capacidad y el despido de 1,8 millones de trabajadores en el sector del carbón y del acero. La mayoría de las compañías

del sector han anunciado reducciones de capacidad, recortes significativos en sus partidas de inversión para este año, reducción o anulación del dividendo y venta de activos. En EEUU, el número de plataformas petrolíferas en producción sigue cayendo, y si sigue a este ritmo, en agosto no habrá ninguna operativa. Ahora mismo hay menos de 400 plataformas operativas, un nivel que no veíamos desde 2009.



Obviamente no sabemos dónde se encuentra el suelo para las compañías del sector, pero todos estos datos nos hacen pensar que no debe de estar muy lejos y, teniendo en cuenta los precios actuales (reacción excesiva de ventas) y las medidas de choque anunciadas por las empresas y gobiernos, es un riesgo que estamos dispuestos a asumir.