

## **Comentario Invexcel Patrimonio**

Junio 2014

*Primer Semestre Alcista (con el permiso  
de los Bancos Centrales)*



*El mes de junio finaliza con tendencias mixtas entre los diferentes índices mundiales. En Europa han predominado las bajadas, al contrario que en EEUU y en los mercados emergentes, que han conseguido subidas superiores al 1%. En junio finaliza también la primera mitad del año, en el que la tendencia de los principales mercados mundiales ha sido positiva.*

En nuestro continente, el plan de estímulos aprobados por el Banco Central Europeo (BCE) en su reunión del 6 de junio, ha sido la noticia más destacada. **El señor Draghi sorprendió con una batería de medidas, aún mayores que las descontadas por los inversores, que impulsaron al alza a los mercados de renta variable.** Pero, rápidamente, los inversores dejaron de lado el entusiasmo inicial para cuestionarse si dicho plan sería capaz, en los próximos trimestres, de incentivar el crédito, debilitar el Euro e impulsar los niveles de inflación. Parece razonable comprobar si las medidas de apoyo del BCE servirán para mejorar unos resultados empresariales que hasta el momento no han efectuado, ni mucho menos, el mismo recorrido que los precios de cotización de sus acciones, antes de continuar con la racha alcista.

En Europa el único de los principales mercados que ha terminado el mes en positivo ha sido el IBEX 35 (mejor primer semestre desde 2003 y séptimo mes consecutivo en positivo, su mejor racha desde 2009). El resto de mercados han registrado bajadas, incluso algunos de los índices periféricos como el FTSE MIB italiano o el PSI portugués (hasta el momento los mercados más alcistas de Europa), se han desmarcado de la tendencia del mercado español durante este último mes. El primer semestre del año termina con el IBEX y el FTSE MIB con revalorizaciones (superiores al 10% y al 12%, respectivamente) muy por encima del resto de mercados europeos, que de media suben un 3,8%.

**En EEUU, el S&P 500 cumple junio con una subida del 1,9%, alcanzando el 6% en este primer semestre.** La Reserva Federal (FED) anunció durante la tercera semana del mes que **la caída del PIB del primer trimestre fue del 2,9% cuando los analistas esperaban un 1%**, y anunció que rebajaba sus estimaciones de crecimiento de PIB para todo el 2014. El mercado

“La economía, en un escenario de normal funcionamiento, está creciendo a buen ritmo y la caída de PIB del primer trimestre ha sido un suceso extraordinario debido a los fuertes temporales”

	JUNIO	2º TRIMESTRE	2014
IBEX 35	1,16%	5,64%	2,94%
DAX	-1,11%	2,90%	2,94%
CAC 40	-2,10%	0,56%	2,89%
FTSE MIB	-1,60%	-1,88%	12,21%
FTSE 100	-1,47%	2,21%	-0,08%
SMI	-1,38%	1,19%	4,29%
PSI 20	-5,01%	-9,13%	4,51%
EUROSTOXX 50	0,50%	2,11%	3,84%
S&P 500	1,91%	4,69%	6,05%
<b>FINLOVEST</b>	<b>0,26%</b>	<b>3,23%</b>	<b>5,79%</b>
<b>EXCEL EQUITIES</b>	<b>0,33%</b>	<b>2,64%</b>	<b>6,89%</b>

no se tomó muy bien el gran diferencial existente entre el dato previsto con el real, pero luego fue capaz de leer mas allá. En la misma rueda de prensa se anunció que 2014 terminará con unos mayores niveles de inflación y una menor tasa de paro que los anticipados. Esto quiere decir que la economía, en un escenario de normal funcionamiento, está creciendo a buen ritmo y la caída de PIB del primer trimestre ha sido un suceso extraordinario debido a los fuertes temporales. La recuperación de la demanda, esencial para la economía de EEUU (supone más del 60% del PIB), es una realidad. Con todo, la FED se ha permitido reducir las compras de deuda en otros \$10.000 millones. **Empiezan a sonar voces dentro de la propia FED que piden adelantar las subidas de los tipos de interés** a principios de 2015 o incluso finales de 2014, al menos seis

meses antes de lo que se pensaba. No tiene sentido que una economía que crece al 3% tenga los tipos de interés al 0%.

Así, en EEUU se considera la retirada de estímulos, mientras que en Europa se anuncia su introducción. Y es lógico en ambos casos viendo los últimos datos de inflación, que continúan divergiendo cada vez más (+2,1% EEUU vs -0,5% UE).

**La bolsa japonesa ha subido un 3,6%** este mes después de publicar crecimientos de PIB en el primer trimestre por encima de lo esperado (5,8%) y un menor impacto de la subida del IVA sobre el consumo, que era uno de los grandes miedos de este primer semestre. **Los mercados emergentes han subido un 1,82% de media.**

**Finlovest ha terminado el mes incrementando el valor de su liquidativo un 0,26% frente al 0,40% de su índice de referencia. En estos primeros seis meses del año, Finlovest se ha apuntado una subida del 5,79% frente al 3,99% de su índice de referencia,** lo significa que ha obtenido un resultado por encima del de la mayoría de los mercados donde concentra su inversión, y con una volatilidad muy inferior. Los principales movimientos en la cartera de Finlovest este mes han sido ventas, reduciendo total o parcialmente exposición en compañías como LVMH, Europac, Acerinox y Ferrovial. Todas ellas sociedades que han reportado importantes beneficios para la cartera. Con las subidas de los mercados de los últimos meses, la exposición a la renta variable había alcanzado niveles superiores a los habituales, por lo que

“Finlovest ha terminado el mes incrementando el valor de su liquidativo un 0,26%. En estos primeros seis meses del año, Finlovest se ha apuntado una subida del 5,79%”

estas últimas ventas han vuelto a colocar la exposición de Finlovest a activos de renta variable en un 60%.

También por el lado de la renta fija se han realizado ventas. Los mercados de deuda se encuentran en niveles inusualmente altos porque el exceso de liquidez, gracias a las medidas de los Bancos Centrales y la relajación de las tensiones en la Zona Euro, han llevado a la mayoría de Gobiernos de la Europa periférica a financiarse a largo plazo a precios incluso inferiores a los de EEUU o Reino Unido. Las empresas están financiándose a los tipos más bajos de su historia a través de la emisión de bonos, incluso aquellas que no gozan de una buena calidad crediticia o incluso carecen de ella. El ansia de los gestores de renta fija por conseguir algo de rentabilidad les está llevando a invertir cada día en deuda de compañías y gobiernos de peor calidad, alargando los vencimientos en búsqueda de una rentabilidad que cada vez es menor. En un entorno de tipos crecientes es posible perder dinero en Renta Fija. Puntualmente, preferimos aumentar nuestra liquidez, y ser compradores cuando todos los demás sean vendedores. El binomio rentabilidad / riesgo que hay en estos activos hoy por hoy no nos parece en absoluto atractivo.

---

“Excel Equities finaliza el mes con una subida del 0,33% [...] acumulando en el año un incremento del 6,89% frente al 3,8% del Eurostoxx 50“

---

Excel Equities por su parte ha finalizado el mes con una subida del 0,33% mientras que su índice de referencia ha bajado medio punto porcentual. En el año acumula un incremento del 6,89% frente al 3,8% del Eurostoxx 50. Los principales movimientos durante este mes han sido, como en meses anteriores, compras en valores ya existentes para seguir construyendo la cartera ante nuevas incorporaciones de capital. Sin embargo y por

primera vez desde el inicio de su actividad, se ha desinvertido de alguna empresa tras acercarse a su precio objetivo, para entrar en otras compañías en las que actualmente observamos mayor valor. Es el caso de ING y Acerinox por el lado de las ventas, y de CaixaBank y Portugal Telecom en el lado de las incorporaciones.

---

“La recuperación en los países desarrollados empiezan a ser una realidad, lo que se traducirá en subidas de tipos”

---

Desde el punto de vista macroeconómico y con la vista puesta en el largo plazo, no estamos preocupados. La recuperación en los países desarrollados empiezan a ser una realidad, lo que se traducirá en subidas de tipos, antes incluso de lo que espera el mercado en aquellas economías que muestran mayor solidez en los datos, como son EEUU y Reino Unido. En la Zona Euro tendremos que ver el resultado que tiene la implementación del nuevo plan de estímulos, aún con ciertas incógnitas, pero en cualquier caso creemos que se empezará a contemplar una mejora en los resultados empresariales más pronto que tarde. Las compañías europeas están saneadas, son eficientes desde el punto de operativo, y cuentan con renovados modelos de negocio que se beneficiaran de mejoras en el consumo, la inversión y la vuelta al crecimiento. Además, un potencial debilitamiento del Euro les hará más competitivos en la exportación.

Sin embargo no descartamos que, en el corto plazo, los mercados puedan sufrir correcciones después de unas subidas que han sido muy verticales, un mercado de deuda en máximos históricos, y una subida de tipos en EEUU y Reino Unido que puede coger a contrapié a muchos inversores. Todas estas incertidumbres pueden provocar ciertas correcciones después de casi 24 meses ininterrumpidos de mercados alcistas.

Los seis primeros meses del año pueden considerarse satisfactorios tanto desde el punto de vista de la rentabilidad como de la volatilidad registrada por los vehículos. En el siguiente gráfico se puede apreciar que tanto Finlovest (sólo 60% de exposición a renta variable) como Excel Equities han sido capaces de obtener mayores rentabilidades que las de sus principales mercados, con una menor volatilidad. En el caso de Excel Equities, la baja volatilidad es aún más destacable, ya que sólo tiene 34 valores en cartera.

En el caso de los índices S&P 500 y MSCI World, sus volatilidades son más bajas que la mayoría de índices bursátiles por el gran número de valores que cubre (500 empresas en el caso del S&P y más de 1.600 en el caso del MSCI World). Los índices que cubren un menor número de valores, como el IBEX, el EUROSTOXX 50 o cualquiera de los europeos que citamos habitualmente tienen volatilidades superiores al 15% de media.

