

**Comentario Invexcel Patrimonio**  
Septiembre 2014

*Llegó la corrección: Paciencia*



*La volatilidad, mala compañía, se ha instalado en los mercados desde el mes de julio de este año. En términos generales, este último trimestre, finalizado en septiembre, ha resultado negativo para la mayoría de las áreas en que invertimos, excepto Suiza y EEUU; y específicamente para el IBEX 35 ha sido el primer trimestre en rojo tras cuatro periodos consecutivos en positivo.*

Las incertidumbres políticas y económicas han marcado el camino de los índices de renta variable. Los datos macro y microeconómicos no han sido concluyentes por lo que los Bancos Centrales han vuelto a jugar un papel fundamental. Esto ha provocado que los inversores reaccionen de manera exagerada ante cualquier noticia, sobre todo estas últimas semanas en que han proliferado los titulares sobre Rusia, el grupo terrorista del Estado Islámico, y las incógnitas derivadas de los procesos en Escocia o Cataluña, todo ello acompañado por las rentabilidades de los bonos corporativos y gubernamentales en mínimos históricos.

**En Europa, a primeros de mes, el señor Draghi tiró del arsenal del Banco Central Europeo (BCE) y aplicó por fin una verdadera expansión de balance, no sólo de palabra como anteriormente, sino con hechos, poniendo fecha a las compras de deuda, a las subastas de liquidez y bajando de nuevo los tipos hasta el 0,05%.** Una vez digerida la euforia inicial por estas nuevas medidas, los mercados del Viejo Continente comenzaron a resentirse. El referéndum escocés y las implicaciones que una futura independencia fuera del Reino Unido podrían tener sobre la economía europea, además del efecto contagio sobre otras regiones de la Zona Euro (Cataluña, Flandes, Padania, etc.). Además, los inversores saben que por sí sólo el BCE no puede sacar a Europa del letargo económico en el que se encuentra. Cada país tiene que reactivar las agendas reformistas para seguir ganando competitividad, especialmente algunos estados con un peso importante dentro de la UE, como son Italia y Francia.

Desde el punto de vista macro, la confianza empresarial en Europa ha seguido descendiendo, siendo el dato adelantado de inflación en septiembre menor al esperado y el dato de paro estancado en el 11,5%.

**EEUU ha confirmado un crecimiento en el segundo trimestre del 4,6%, que supone la mayor tasa desde 2011.** El paro continua su tendencia bajista, el consumo ha repuntado un 5% en agosto (el consumo interno representa el 70% del PIB del país) y la inflación se encuentra controlada en el 1,7%. La Reserva Federal (FED) ha vuelto a reducir el ritmo de compra de deuda, situándolo en \$15.000 millones a partir de octubre. Las previsiones de crecimiento de PIB para este año son del 2,1% y del 2,8% para 2015, con una tasa de paro que ya está por debajo del 6%.

---

“Ahora sí, vemos una clara divergencia en las políticas económicas aplicadas por la FED y por el BCE que reflejan realmente la situación de cada una de las regiones”

---

Ahora sí, vemos una clara divergencia en las políticas económicas aplicadas por la FED y por el BCE que reflejan realmente la situación de cada una de las regiones. En EEUU, una economía creciente capaz de caminar por sí sola sin la asistencia de su banco central, la FED está retirando estímulos y cerca de comenzar a subir los tipos de interés. En Europa, una economía estancada y en riesgo de volver a entrar en recesión, el BCE ha comenzado a expandir su balance, tratando de inyectar liquidez en el mercado y que ésta llegue a la economía real (familias, empresas, etc). El principal efecto en el corto plazo de todas estas medidas ha sido el fortalecimiento del Dólar frente al Euro, que en el mes se ha revalorizado un 3,8% y un 7,7% en el trimestre.

Por lo que se refiere a Japón, su economía ha mostrado una cierta debilidad durante estos dos últimos meses (contracción de la producción industrial y revisión a la baja del PIB) después de dos trimestres de fuerte crecimiento. En China, la debilidad de los datos macro de agosto ha impulsado durante el mes de septiembre al Banco

Central de China a inyectar \$81.000 millones en los cinco mayores bancos del país para estimular el crecimiento. Las protestas callejeras de “Occupy Central” en Hong Kong han creado cierta incertidumbre en los mercados de la zona durante estas últimas semanas.

Las inestabilidades geopolíticas ya mencionadas y el fortalecimiento del Dólar, han llevado a los precios de las materias primas a registrar su peor trimestre en 6 años. Esto ha perjudicado a los valores ligados a sectores como el petróleo y el gas, el acero o las mineras.

**Fininvest durante este mes de septiembre se ha revalorizado un 0,23%. En el tercer trimestre ha subido un 0,41% y en el año acumula una revalorización del 6,22%.** Su índice de referencia se ha apuntado un 0,79% este último mes, mientras que en el tercer trimestre ha subido un 0,97% y un 5% en 2014. El resultado relativo frente a nuestro índice durante estos últimos tres meses no ha sido, por lo tanto, satisfactorio.

La principal razón de este peor comportamiento lo encontramos en determinados valores de la cartera. Por ejemplo los relacionados con el sector de la distribución en Europa, especialmente en UK donde la feroz competencia de las compañías “low cost” ha provocado que Tesco se haya dejado desde junio un 34,5% y Morrisons un 8%. Otras compañías del sector como DIA (-11% en septiembre y -15,5% en Q3), Unilever (-2,7% en Q3) o AB Foods (-12% en Q3) también han sufrido en el periodo. Por otro lado nos encontramos con valores como CAF (problemas en el cobro a clientes y cambio en su modelo de negocio) que se han dejado un 24% en el mismo periodo y han penalizado fuertemente nuestra cartera. Acerinox y BMW son compañías a las que la caída del precio de las materias primas y la débil evolución de China, les pueden afectar en el corto plazo, y por ello durante este último trimestre han sufrido caídas en el entorno del 6%.

En el lado positivo, nuestra diversificación en divisas nos ha aportado un robustecimiento de nuestros valores en USD, lo que ha contribuido al cierre en positivo del período.

**Excel Equities durante el mes de septiembre se ha dejado un 0,82%. En el tercer trimestre la caída ha sido del 3% y en el año acumula una revalorización del 3,62%.** El Eurostoxx 50 se ha apuntado un 1,68% en septiembre, el tercer trimestre lo ha cerrado prácticamente plano y en 2014 acumula una subida del 3,76%. Así desde el cierre de julio, el Eurostoxx 50 ha recuperado la ventaja que Excel Equities había acumulado desde principio de febrero.

El comportamiento de Excel Equities se ha visto penalizado por dos factores principalmente: En primer lugar, por la escasa exposición de la cartera a banca comercial europea, que ha sido la principal beneficiaria de los planes de estímulo aprobados por el BCE. El índice de bancos de la Zona Euro ha subido un 4% en el tercer trimestre del año, y el Eurostoxx sin bancos ha caído un 1,8% en el 3Q (frente al -0,07% del Eurostoxx 50). Y en segundo lugar por el mal comportamiento de determinados valores de la cartera. Un claro ejemplo son las compañías cuyos precios de cotización están directamente relacionados en el corto plazo con los precios de las materias primas. Acerinox, ArcelorMittal, Repsol, Galp o Técnicas Reunidas suman el 11% de nuestra cartera y han sufrido caídas trimestrales de entre el 3% y el 10%. Además, valores defensivos que sirven para proteger la cartera en momentos de volatilidad no han cumplido su cometido en estos últimos meses. Varios de estos valores han registrado incluso caídas en el periodo, como por ejemplo Nestlé, AB Foods, Carrefour, Inditex, Telefónica, Vinci o Ferrovial, todos ellos valores relacionados con el consumo estable, las telecomunicaciones o las concesiones.

Durante este último trimestre se ha realizado un repaso total de ambas carteras, para comprobar si las tesis de inversión del equipo gestor seguían siendo válidas o había que realizar cambios. Como consecuencia de este ejercicio, se han realizado rotaciones, vendiendo posiciones que se han comportado muy bien en el periodo y cuyo potencial de crecimiento se ha agotado para reforzar valores que han caído en el corto plazo pero cuya historia de crecimiento en el largo plazo continua intacta. Se han reducido posiciones en Nestlé, Roche o Sanofi (valoraciones ajustadas) para incrementar la exposición en CAF, Rio Tinto o Applus Services.

En definitiva, el resultado de la cartera no ha sido positivo durante estas últimas semanas, lo cual

---

“Estamos convencidos de que una peor evolución de la cartera o de unos determinados valores en el corto plazo no significa necesariamente haber realizado una mala inversión en el largo plazo”

---

hemos visto en otros fondos con una filosofía de inversión “value”, que a pesar de acumular las mejores rentabilidades históricas del mercado, registran rentabilidades incluso negativas este año.

Sin embargo, realizado el análisis, estamos convencidos de que una peor evolución de la cartera o de unos determinados valores en el corto plazo no significa necesariamente haber realizado una mala inversión en el largo plazo. Mantener la calma y no reaccionar bruscamente por los acontecimientos que siempre nos vamos a encontrar en los mercados (frecuentemente al contrario del sentimiento mayoritariamente dominante) es fundamental para obtener buenas rentabilidades a largo plazo.

El mercado europeo sigue siendo una prioridad. No sólo porque la cercanía nos permite tener un mejor conocimiento de las empresas, sino por los diferentes factores macro y micro, que nos permiten ser optimistas en el medio plazo.

**En Europa, los mercados periféricos, durante los años de crisis han reducido drásticamente los costes laborales, el endeudamiento, los tipos a los que se financian y han diversificado sus áreas geográficas de ventas, impulsando las exportaciones. Estos son pilares básicos sobre los que construir un tejido empresarial sano y con capacidad de crecimiento sólido en el largo plazo.** Sin embargo los inversores dudan de la capacidad de las empresas para aprovechar las mejoras macro que deberían llegar, por lo que Europa cotiza con descuento frente al resto de mercados desarrollados. Pero si las ayudas del BCE surten el efecto esperado, es muy probable que las compañías europeas destaquen en el medio plazo. Así lo esperamos.

