

## Comentario Invexel Patrimonio

Mayo 2015

Populismos y Mercados

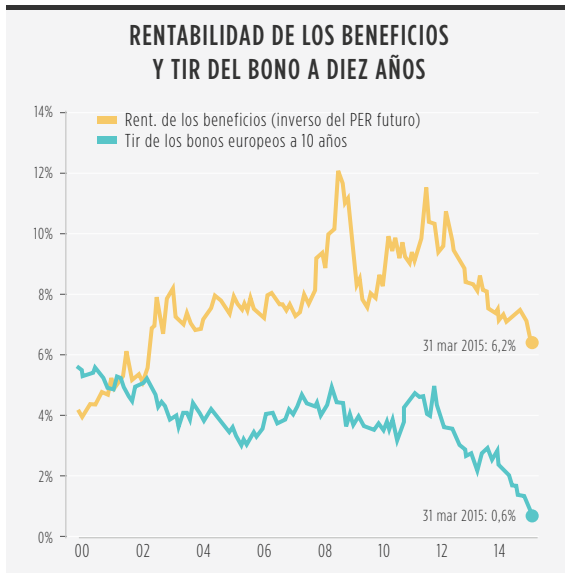


*La situación geopolítica sigue alterando a las bolsas y afectando fundamentalmente a Europa. La falta de acuerdo entre la Unión Europea y Grecia, así como el resultado de las elecciones municipales y autonómicas en España, han constituido la base del nerviosismo inversor.*

Los mercados europeos han bailado al son de las declaraciones de los políticos durante este último mes. La falta de información fidedigna sobre el estado actual de las negociaciones con Grecia así como la dudosa capacidad del Gobierno heleno para hacer frente a los vencimientos que se van sucediendo, tanto con el Fondo Monetario Internacional como con el Banco Central Europeo, han provocado que el signo de los mercados varíe de forma sustancial en un mismo día dependiendo de las declaraciones que se hiciesen desde una u otra instancia. A todo esto hay que sumar el resultado de las elecciones municipales y autonómicas en España, en las que el Partido Popular ha perdido la mayoría casi hegemónica que le permitía gobernar con comodidad, poniendo en riesgo la estabilidad política que muchos inversores necesitan para seguir invirtiendo en nuestra economía.

El resultado ha sido un mes muy volátil en los mercados tanto de renta variable como de renta fija. El IBEX 35 se ha dejado en mayo un 1,47% encadenando dos meses consecutivos de caída, la prima de riesgo ha repuntado hasta los 135 pb (cerró abril en 110 pb). El resto de mercados han tenido resultados dispares, con el DAX alemán dejándose un 0,35%, el CAC francés subiendo un 0,48% y el Eurostoxx 50 bajando un 1,25%.

En EEUU los datos adelantados de PIB del primer trimestre han decepcionado a los inversores, mostrando una contracción del 0,7% debido a la dureza del invierno, al parón del consumo interno (dos tercios del PIB) y a un déficit comercial mayor del esperado (fortalecimiento de la divisa). Todo esto ha animado a los inversores a entrar en renta variable americana descontando que la Reserva Federal (FED) retrasará un poco más la subida de tipos y que cuando ésta se produzca será de manera muy gradual. El S&P 500 se ha apuntado un 1,05% en el mes.



**Finlovest** ha terminado el mes prácticamente plano, en positivo, con una revalorización del 0,1% frente a la caída del 0,06% de su índice de referencia, también plano pero en signo negativo. En el año Finlovest mantiene su distancia respecto al benchmark, un +9,21% frente al +7,5% de su índice. La buena diversificación geográfica, el enfoque conservador de la gestión de la renta fija y la exposición a divisas, han sido los principales estabilizadores que han permitido superar con éxito este complicado período. La volatilidad de la renta variable ha sido comparable a la que se ha visto en renta fija, tradicional refugio para los inversores pero que, debido a las inestabilidades políticas y a los ridículos precios que habían alcanzado en los últimos meses, ha corregido con fuerza. Muchas gestoras están viendo como, en sus productos de renta fija, la volatilidad se dispara y la rentabilidad se torna negativa. Nosotros llevamos advirtiendo del peligro de la valoración de estos activos durante varios meses. La mayoría de nuestras posiciones en renta fija se encuentran en depósitos o liquidez, lo que ha protegido la cartera de manera eficiente en este periodo que al fin y al cabo es el fin último de este tipo de inversiones. Seguimos esperando para entrar

de nuevo en el mercado de bonos en cuanto el binomio rentabilidad/riesgo vuelva a situarse en unos niveles aceptables.

**Excel Equities** termina el mes de mayo con una caída del -0,42% frente a la subida del +0,4% del MSCI Europe. Las inestabilidades macro en Grecia y España han golpeado con dureza los mercados de renta variable de España y Portugal, que en su conjunto suponen un 42% de la cartera. A pesar de todo, la revalorización en 2015 de Excel Equities es del +13,86%, superior a la que registran el MSCI Europe con un +11,68%, el Eurostoxx 50 que se apunta un +13,46% o el IBEX 35 que sube un +9,13%.

Los valores europeos representan la porción inversora más importante en las carteras de ambos vehículos, por lo que queremos, en esta carta mensual, repasar en detalle la situación macro y micro así como para exponer nuestra opinión sobre las incertidumbres políticas que están perjudicando a los mercados en estos momentos:

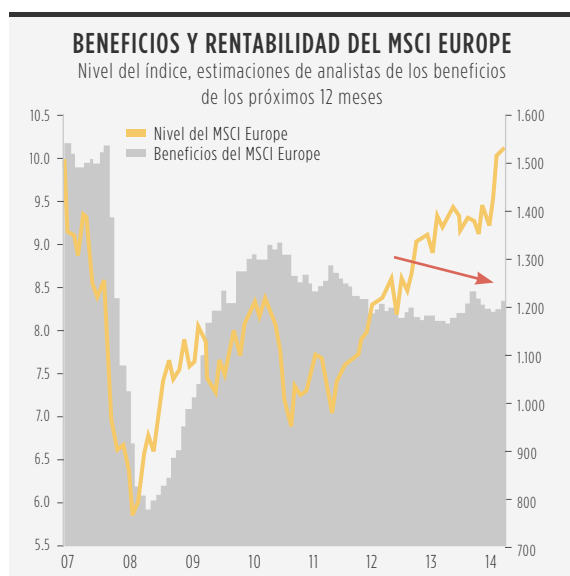
Desde el punto de vista macroeconómico la Zona Euro crece a buen ritmo. En el primer trimestre de 2015 la subida del PIB ha sido del 0,4% frente al 0,3% del cuarto trimestre de 2014. España y Francia han sido las principales sorpresas positivas, con crecimientos del 0,9% y del 0,6% respectivamente, siendo en el caso de España, el mejor dato desde el cuarto trimestre de 2007. Alemania crece menos, un 0,3% ya que el repunte de las importaciones ha supuesto un lastre para su economía, aunque mirándolo desde una perspectiva positiva esto puede indicar un cambio en su modelo productivo que, hasta el momento, ha dependido en exceso de las exportaciones. Italia abandona la recesión con su PIB subiendo un 0,3%, lo que supone una buena noticia, ya que demuestra que las reformas del Primer Ministro Renzi

comienzan a dar sus frutos. Además Italia es la tercera economía Europea por lo que es vital que sostenga su crecimiento si queremos ver una verdadera recuperación económica en el Viejo Continente. El punto negativo lo encontramos de nuevo en Grecia, que ha registrado una caída del PIB del -0,2%, la inestabilidad política causada por el nuevo Gobierno populista y la falta de acuerdo con el resto de gobiernos europeos están ahuyentando a los inversores extranjeros y provocando un efecto huida de los ahorradores nacionales.

Si repasamos la situación microeconómica, los resultados empresariales en Europa del primer trimestre, habiendo presentado resultados ya un 96% del mercado, han sido satisfactorios habiendo subido los beneficios empresariales un 9% de media. Como hemos comentado en anteriores cartas, los mercados de renta variable han corrido mucho durante los últimos meses por lo que las valoraciones se han ajustado, poniendo en precio o incluso caras a muchas empresas, por lo que resulta imprescindible que éstas comiencen a mostrar una mejora de beneficios que justifique los múltiplos a los que están cotizando actualmente.

La situación política es el tema más sensible al que nos enfrentamos en el corto plazo y lo que podría entorpecer la débil recuperación económica que hemos empezado a notar. Grecia lleva meses mareando al resto de Europa con sus indefiniciones, propuestas y contrapropuestas, y tanto el plazo para pagar como la paciencia de los socios europeos comienzan a agotarse. En nuestra opinión, Grecia y Europa acabarán entendiéndose, y esto será un buen ejemplo para el resto de partidos populistas que han surgido en los últimos años al calor del hartazgo popular con las medidas de austeridad adoptadas durante la crisis. Creemos que será un ejemplo tanto para los políticos, que se darán cuenta que ya no es válido prometer todo y después no cumplir nada, como para los electores, que aprenderán a no creerse todo lo que les cuentan políticos recién aparecidos en escena haciendo todo tipo de promesas utópicas. Europa actúa cada vez más como un solo país, avanzando lenta pero inexorablemente en esa dirección, por lo que el margen de actuación de los Gobiernos es cada vez más limitado. Europa es, cada día más, quien marca la dirección de las políticas nacionales, mientras los partidos políticos nacionales de una u otra ideología, ven mermada su influencia global.

En conclusión, la combinación de las reformas estructurales, la caída del precio del petróleo, el debilitamiento del Euro y las políticas del Banco Central Europeo, están dando sus frutos tanto en la recuperación económica a nivel europeo global como en la mejora de los beneficios empresariales. La actual situación política constituye un riesgo de incertidumbre e inestabilidad real, aunque su impacto debe ser limitado dado el inexorable avance en la constitución de una verdadera Unión Europea. La inestabilidad política provoca comportamientos irracionales en los mercados y nosotros, fieles a nuestra política inversora,



intentamos aprovechar estos momentos para invertir en aquellas empresas que hace tan solo dos meses estaban caras pero que hoy se han convertido una buena oportunidad desde el punto de vista del precio sin haberse alterado en absoluto sus fundamentales. No sentimos miedo, mantenemos nuestra manera habitual de hacer las cosas con alguna dosis adicional de prudencia, y aunque sabemos que el mercado mantendrá importantes niveles de volatilidad en el corto plazo, lo vemos como una buena oportunidad para rotar y construir carteras.

### MÁRGENES DE BENEFICIOS DE EE.UU. Y EUROPA

Beneficio por acción/ventas por acción del MSCI Europe  
y el S&P 500

