



Comentario Invexcel Patrimonio

Marzo 2016

Subjetivo Riesgo

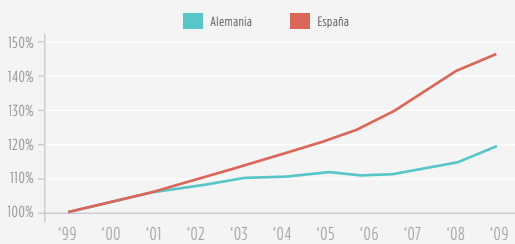


Despedimos un primer trimestre del año 2016 en el que la volatilidad de los mercados nos deja una sensación más negativa de lo que realmente ha sido. Europa ha caído una media del 8%, EEUU y Emergentes planos, y el MSCI World ha cerrado con una caída del 5,5%.

Al final, en este periodo, Rusia, China y otros países emergentes de importancia no han descarrilado. De hecho, estas últimas semanas hemos observado una estabilización de sus divisas contra el dólar, así como del precio del petróleo y el resto de las materias primas. El consenso sobre las bolsas emergentes es esperar subidas de beneficios del 10% en 2016, y como sus compañías cotizan de media a 12 veces beneficios (contra 17 veces de EEUU), todo apunta a que deberíamos encontrar verdaderas gangas entre ellas. Pero nosotros preferimos mantenernos dentro de nuestro círculo de competencia, no invertir directamente en áreas geográficas o negocios desconocidos, y concentrarnos en las magníficas oportunidades que se suscitan en Europa y Estados Unidos, empresas que han visto como su precio se veía arrastrado a la baja por los temores suscitados por las economías de China, Rusia o Brasil.

CRECIMIENTO DE LOS COSTES LABORALES UNITARIOS ENTRE 1999 Y 2009

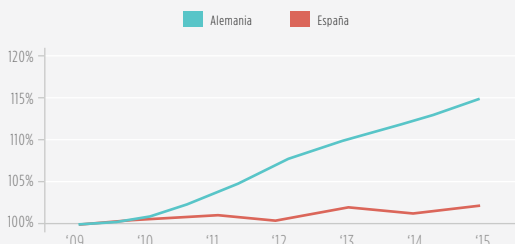
Pérdida de competitividad de España



Fuente: OECD

CRECIMIENTO DE LOS COSTES LABORALES UNITARIOS ENTRE 2009 Y 2015

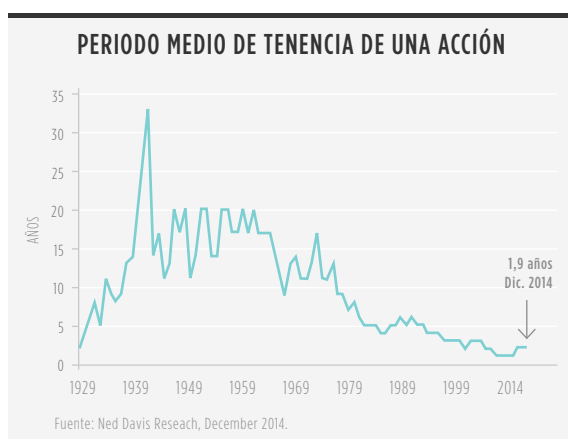
Recuperación de Competitividad en España



Fuente: OECD

En España las cosas siguen su cauce ya habitual, ignorando a los políticos, las absurdas ocurrencias de unos y la inoperancia de otros. Nos estamos convirtiendo en Italia poco a poco; ellos a lo suyo y nosotros, empresarios, trabajadores y demás actores, a lo nuestro. Sin embargo, como nota positiva en España, la Semana Santa de 2016 ha ofrecido los mejores datos de ocupación y gasto desde antes de la crisis. Parte de esto se debe al envejecimiento de la población en Europa, uno de cuyos mayores negocios vinculados es el turismo. Y nadie está mejor preparado para atender a todos los pensionistas y retirados de Europa que España. Las ventajas competitivas son enormes, creando gigantescas barreras de entrada. Nuestras infraestructuras, seguridad, sanidad, gastronomía, cultura, y sobre todo, el sol, son difícilmente replicables. Además, el que Alemania haya anunciado una subida de sus pensiones del 5% (la mayor subida en 30 años) es una gran noticia para España, no solo por el turismo, sino por la competitividad relativa que estamos recuperando frente a Alemania (ver gráficos a la izquierda).

Los medios de comunicación producen gran cantidad de noticias de manera cuasi instantánea y precedidas por titulares lapidarios. Ello crea una sensación permanente de desazón en la sociedad que impulsa a los ahorradores a hacer y deshacer posiciones constantemente, paliando así la sensación de no haber actuado con responsabilidad si sucede cualquiera de los horrores que diariamente se vaticinan. Sin embargo, con cierta perspectiva histórica, no parece que el mundo sea hoy peor que hace 20 o 40 años. Es mejor. Hoy hay menor conflictividad global, mejor sanidad, una clase media más numerosa y estable que entonces... Pero en aquella época no estábamos permanentemente informados de lo que pasaba, sus causas, y todas y cada una de las posibles consecuencias. Y por eso, se vivía más tranquilamente, y se actuaba menos en los mercados, manteniendo el ahorrador sus inversiones durante 5 o 10 veces más tiempo que ahora.



Al invertir en Renta Variable, este es un factor fundamental. No debemos permitir que la sensación de riesgo, que el que nuestra cartera no funcione esta semana, que incluso estemos perdiendo dinero (sin materializar)... afecte nuestro juicio en decisiones que, por su carácter intrínseco, deben hacerse con un horizonte de largo plazo.

El Riesgo es un concepto tremendamente variable, subjetivo y personal. Personas distintas mantienen diferentes concepciones del riesgo,

- Un gestor de fondos que no invierte su patrimonio con el de sus clientes, puede no estar preocupado por las ganancias de éstos (que él no comparte) pero estar aterrado si se producen pérdidas que le podrían costar el puesto.
- Un gestor puede saber que aún gestionado impecablemente, en un cierto periodo, su cliente puede no ingresar más dinero, pero que si lo hace peor que su índice de referencia, el cliente retirará sus posiciones¹. Es lo que Howard Marks llama “Benchmark Risk”, y el gestor puede eliminarlo emulando al índice.
- Un particular que necesite su dinero en unos meses concretos para pagar el colegio de sus hijos, tiene el riesgo de no poder hacer líquido el dinero en la cuantía esperada y en el preciso calendario previsto.
- A un analista le puede parecer que una acción comprada a 10€ y vendida a 20€, tal y como él esperaba, está exenta de riesgo, pero ¿está exenta de riesgo por el hecho de que no se materializó durante ese periodo de tiempo?
- Elroy Dimson, profesor emérito de la LBS, dice que el riesgo significa “que pueden pasar más cosas que las que realmente pasarán”.

Son diferentes concepciones del riesgo. Sin embargo la más aceptada, por la necesidad de cuantificar el concepto con un número objetivo, es considerar que el riesgo es igual a la volatilidad del activo. Pero,

- Una acción puede caer un 0,5% constante durante un largo periodo de tiempo hasta prácticamente desaparecer. Al ser su caída constante y permanente, la volatilidad es 0 pero, ¿acaso no tiene riesgo?
- La volatilidad mide la fluctuación del

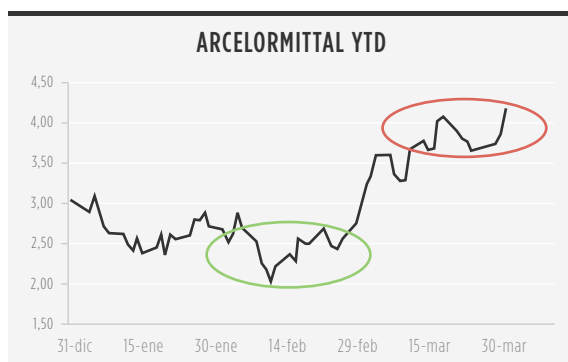
1. Hemos comprobado que los mejores inversores son aquellos que son consistentes con su filosofía de inversión. Y como ninguna filosofía de inversión funciona todo el rato, los mejores inversores sufren algunos de los mayores periodos de mal rendimiento (W. Buffet durante la burbuja tecnológica)

precio de la acción, y éste está afectado por los sentimientos de los inversores, la liquidez del título, su sector... pero no mide objetivamente sus posibilidades de pérdida total.

El riesgo tal y como lo concebimos nosotros y más nos preocupa es **la probabilidad de perder permanentemente nuestro dinero**, y ello tiene poco que ver con la volatilidad. La teoría dice que los inversores demandan mayor retorno de las inversiones que son más volátiles, puesto que lo primero compensará lo segundo. Sin embargo un inversor pragmático tiende a pensar que aprovechar la alta volatilidad permite ambas, comprando activos por menos de lo que valen, maximizando así el retorno y minimizando el riesgo. Y al revés, sobre-pagar implica un menor retorno y un mayor riesgo.

Algunos tienden a comprar compañías con múltiplos desorbitados, justificando que se trata de una compañía de calidad y con poca volatilidad.

Arcelormittal es una de las acciones con mayor volatilidad en este 2016. Su precio ha oscilado un 100%. ¿Dónde tiene más riesgo comprar la acción, alrededor de los 2€ o de los 4€? Bendita volatilidad...



Y para finalizar esta meditación compartida con todos ustedes, una referencia al comportamiento

de nuestros vehículos. En Marzo, Finlovest ha subido un 2,11% frente al 1,36% de su Índice de Referencia. En el año, Finlovest pierde un -3,23% contra el -4,28% de su índice de referencia. Durante el mes de Marzo hemos aprovechado para rebajar ligeramente la exposición a Renta Variable del 60% al 58%, aprovechando la subida de ciertos valores en cartera.

Excel Equities por su parte ha subido un 3,89% contra un 1,84% del MSCI Europe. En el año, Excel Equities lleva un -5,65% contra un -5,31% del MSCI Europe.

RENTABILIDADES DEL ÚLTIMO:

	Mes	Trimestre
Ibex 35	3,09%	-8,60%
Eurostoxx 50	2,01%	-8,04%
S&P 500	6,6%	0,77%
MSCI World	1,57%	-5,51%
Finlovest	2,11%	-3,23%
Excel Equities	3,89%	-5,65%

Durante el mes, hemos hecho pocos movimientos, salvo la entrada inicial en dos compañías que llevamos tiempo estudiando,

- **Antofagasta:** Con un margen de seguridad relativamente alto (>50%), hemos realizado una pequeña entrada pues nos parece que i) es un "pure play" al precio del cobre, mineral que a pesar de ser muy necesario, sus productores no tienen mayor ventaja competitiva que sacarlo barato (Y Antofagasta está en el centro de la curva de costes), y ii) no podemos incidir en su precio. Sin embargo es una compañía muy sencilla de entender: Extrae un mineral (cobre) en un país (Chile) y lo comercializa, con una

familia propietaria que históricamente aloca capital especialmente bien, y un precio muy atractivo actualmente. Si el precio es el adecuado, compraremos más.

- **Corporación Financiera Alba:** Acumulaba un -22% en el año a pesar de contar con excelentes compañías en cartera que en el 2016 estaban en positivo (Acerinox, Indra, Ebro, Viscopán). Controlada por la familia March, dispone de caja neta, un dividendo del 2,5%, y un “Net Asset Value” equivalente a 63€ por acción (hemos comprado a 32,9€/acción), creemos que es una buena oportunidad.

Por último, hemos acudido a la ampliación de Arcelormittal en ambos vehículos, suscribiendo las acciones que nos financiaba la venta de derechos, manteniendo la misma exposición a la compañía que ya teníamos (no hemos incrementado ni disminuido nuestra inversión).

Valor, esperanza, optimismo, y hasta el mes que viene.