



## **Comentario Invexcel Patrimonio** 2T 2017

*Vuelta a la normalidad*

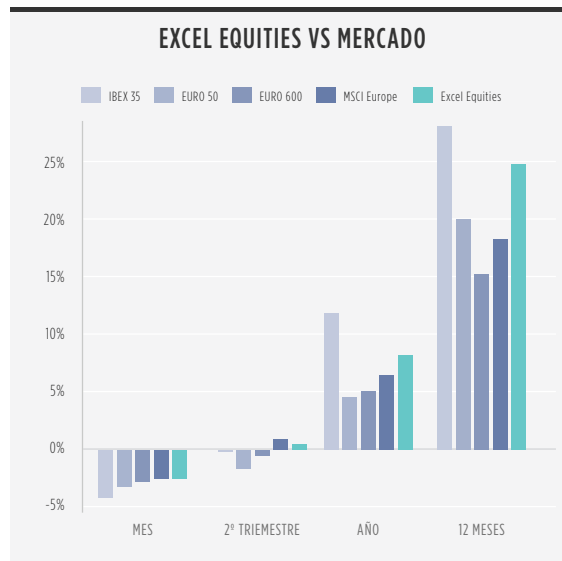


*Quizás no seamos conscientes de lo insólitos que han sido los últimos nueve años en España, en los que hemos atravesado una crisis extraordinaria en intensidad y duración. Pero el tiempo pasa y con su transcurso cambian las realidades en las que vivimos, aunque sea paulatinamente. Y así ha concluido el primer semestre de 2017, volando la primera mitad del año. En esta carta, además de analizar lo ocurrido este 2º trimestre, vamos a contar como poco a poco se van sentando las bases para una vuelta a la normalidad.*

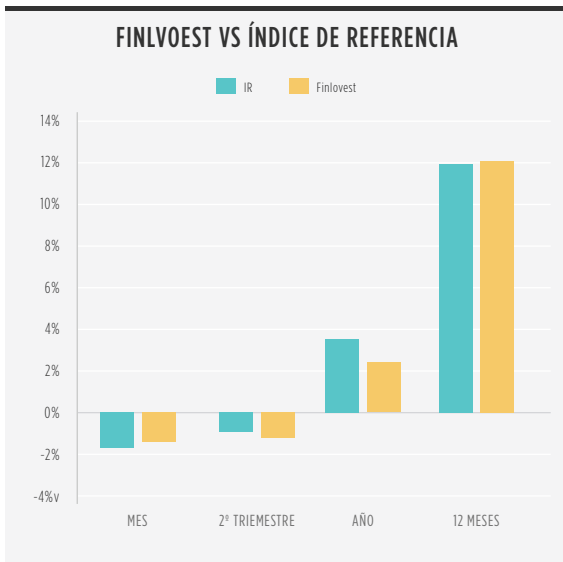
## Sobre los mercados

Hace doce meses, con la recuperación claramente en curso, nos sorprendió negativamente el evento más importante del año en Europa: el Brexit. No hizo falta ni una semana para que el mercado se recuperara del sobresalto, y desde entonces los índices más representativos de Europa han subido entre el +15% y el +20%. Y a la cabeza, el Ibex, con una revalorización del +28% en doce meses, y nuestro vehículo de Renta Variable Europea, **Excel Equities**, apuntándose cerca del +25%.

Desde el comienzo de 2017, los índices europeos se han revalorizado casi un +5%, otra vez con España destacando con una subida superior al +11%, y Excel Equities creciendo un +8%. En este último trimestre nuestro vehículo ha subido un +0,52%, mientras los índices europeos se situaban en negativo, salvo el MSCI Europe (moneda local), beneficiado por la caída de la libra. En el mes de junio, Excel Equities ha batido a todos los índices con los que comparamos a pesar de caer un -2,4%.



**Finlovest** ha tenido un comportamiento más tranquilo, e igualmente positivo. En el mes de junio ha batido a su índice de referencia (-1,2% vs -1,7%), dejando un saldo también positivo



desde el evento británico hace doce meses (+12% vs +11,9%). El mayor peso relativo del IBEX en el “benchmark” que en nuestro vehículo nos ha beneficiado en este último mes, perjudicándonos en el conjunto de 2017.

Así pues, desde el punto de vista de los mercados, la corrección de los últimos días no cambia la foto global. El último año ha sido muy positivo y un respiro como el actual, no es sino sano. Como hemos dicho en anteriores cartas, en los mercados se cumple la regla de Pareto. El 80% de las subidas llega en el 20% de las sesiones. De ahí la importancia de “estar” y no jugar a la bola de cristal.

Hay un dicho bursátil que dice “Sell in May and go away”. Algunos inversores temen un periodo estival que en ocasiones y ante una menor liquidez en los mercados, genera mayor volatilidad. Como los más habituales sabrán, no es algo que nos moleste, y de darse el caso, sabemos que generará oportunidades de las que trataremos de aprovecharnos. Esto se amplifica puesto que el inversor tiende a polarizar sus juicios sobre una compañía. “Esta es una buena acción” o “esta acción es una basura” suele ser un sentimiento común pero no la realidad. Exagera el valor de

compañías glamurosas, y consistentemente infravalora valores que sufren problemas, en ocasiones temporales.

### Sobre el entorno

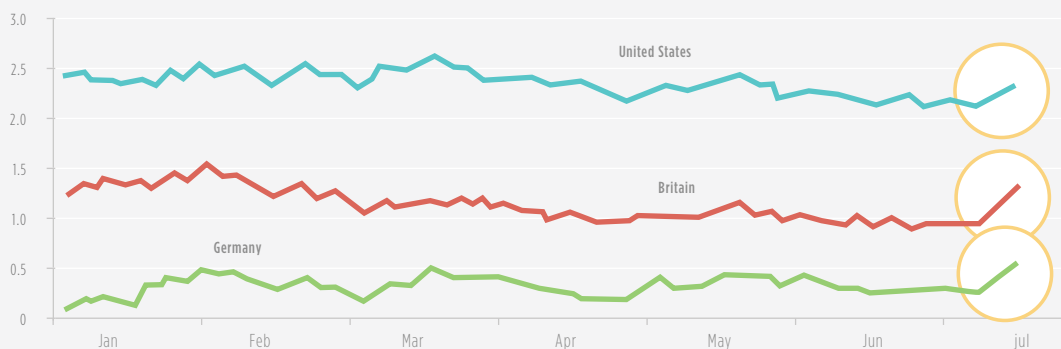
Desde el punto de vista de nuestro entorno económico y político, las cosas han ido mejorando. La aplastante victoria de Macron en Francia, el frente común formado con Alemania, la realidad en España (la no opinable), y una primera ministra británica no-fortalecida tras las elecciones<sup>1</sup>, hacen que Europa y el euro tengan un futuro más prometedor hoy que a estas alturas del 2016. Trump va camino de cumplir su primer año de “ruido”, porque la realidad, para americanos y aliados es “business as usual”. Además, su política de “America First” parece que ha provocado más unión entre los europeos en un momento en el que tanto lo necesitamos.

A pesar de que buena parte de los temores no se han materializado, somos conscientes que los riesgos geopolíticos subsisten y siempre lo harán. En nuestra opinión el mayor reto está en la retirada paulatina de estímulos monetarios por parte de los Bancos Centrales. Estos estímulos han creado un entorno de tipos (y por tanto rentabilidades) extraordinariamente bajos, lo que ha provocado subidas de precios (y por tanto de múltiplos) en toda clase de activos cotizados y no cotizados, así como inmobiliarios.

El repunte sensible de la TIR de los bonos soberanos suele producir nerviosismo a corto plazo en los mercados. Así ha sido en las últimas semanas, provocando una revalorización del euro frente al dólar, una rotación de renta fija a liquidez (la subida de la rentabilidad implica una caída de precio), y en general una disminución del nivel general de riesgo de las carteras.

1. Utilizamos este término en lugar de “debilitada” porque era precisamente esto lo que buscaba May con su convocatoria: salir fortalecida en la Cámara de los Comunes para negociar el Brexit.

**TURNING ROTTEN?**  
Ten-year government-bond yields, %



Fuente: Thomson Reuters

COMENTARIO  
INVEXCEL PATRIMONIO

2T 2017  
Vuelta a la normalidad  
pág. 4

Es por ello que es importante estar atentos a inversiones que puedan incrementar su valor intrínseco, sus beneficios, o que por razones circunstanciales, coticen a bajos múltiplos.

## Sobre España

Nos gustaría hacer algo de hincapié en la España “no opinable” a la que nos referíamos anteriormente. En nuestra carta de final de año decíamos que uno de nuestros pilares de cara a 2017 era España<sup>2</sup>, gracias al conocimiento, cercanía, buenas dinámicas y un rendimiento menor en los últimos años.

Encontramos inspiración adicional en un reportaje de Actualidad Económica publicado hace apenas un mes. Durante los últimos años, los señores de Podemos han pregonado a viva voz el hecho de que “la trama ha sido capaz de transformarse para seguir mandando” (Pablo Iglesias). Que “el régimen del 78 se muere. De hecho, esta es su última legislatura” (Carolina Bescansa). Aseguran que “se ha apoderado por la fuerza de la cosa pública” y se dedica a “explotar y dominar a la colectividad” (Manuel Monereo). “No vivimos en un sistema democrático salpicado por episodios de corrupción, sino en un sistema corrupto salpicado por episodios de democracia. Votamos y nos permiten manifestarnos, pero los resortes verdaderos los

controlan unos pocos que durante los últimos 40 años han puesto las instituciones al servicio de sus cuentas corrientes y sus amigos, arrasado con todo” (Luis Alegre).

La manera de comunicarse, su constante presencia en los medios, o su hábil manejo de las redes sociales han conseguido que el mensaje haya calado no sólo entre sus adeptos, en forma de indignación y votos, sino también del resto en forma de pesimismo y apatía.

En dicho reportaje se recogen numerosos ejemplos de lo mucho que se ha conseguido en España durante las últimas décadas, como por ejemplo:

- En términos agregados, existen pocas sociedades que hayan protagonizado un desarrollo tan intenso como la española. En 1950, nuestra renta per cápita apenas suponía el 20% de la estadounidense. Hoy ronda el 70%. Hemos recortado casi 40 puntos porcentuales. Solo cinco países en el mundo lo han hecho mejor, y sólo uno es más grande que España. Japón.
- Ciñéndonos al periodo controlado por “la trama”, entre 1978 y 2015 el producto interior

2. “Sí a España, No a la Renta Fija y Sí a las buenas compañías”, escribíamos entonces.

bruto se multiplicó por 2,5. No está mal. Ni Italia ni Francia ni Alemania ni Estados Unidos presentan un registro similar.

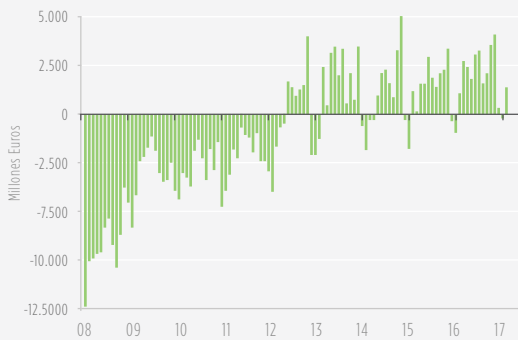
Creemos que conviene combatir el discurso podemita, a poder ser, con hechos, datos, cifras. Es verdad que estos últimos años España ha vivido un ajuste extraordinario y doloroso, fruto de excesos de toda índole que nunca deberían haberse producido, pero también es cierto que, ciñéndonos a estos últimos años, coincidentes con su auge, en nuestro país se han dado pasos

en materia económica (no nos metemos en otras cuestiones) en la dirección adecuada.

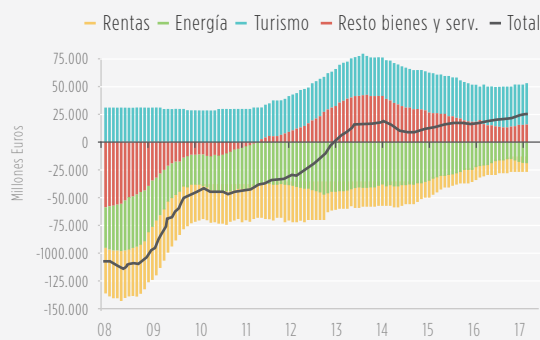
España va a por su tercer año consecutivo de crecimiento superior al de nuestros vecinos, acompañado de un cambio de modelo muy alentador. Por primera vez no crecemos gracias a la construcción y con un fuerte déficit por cuenta corriente. El paro, tras tocar máximos superiores a los 6,2 millones de personas, hoy se sitúa en 3,3 millones, bajando la tasa al 17,8% desde un máximo del 27,2%.

### BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

DATOS MENSUALES



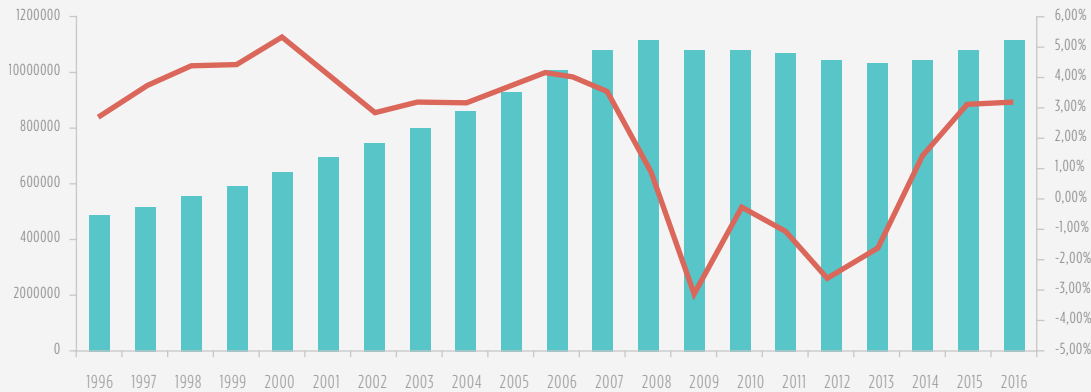
DATOS ACUMULADOS 12 MESES



Fuente: Banco de España, Aduanas y Bankia Estudios

### CRECIMIENTO DEL PIB EN ESPAÑA

■ PIB Total — Tasa de crecimiento



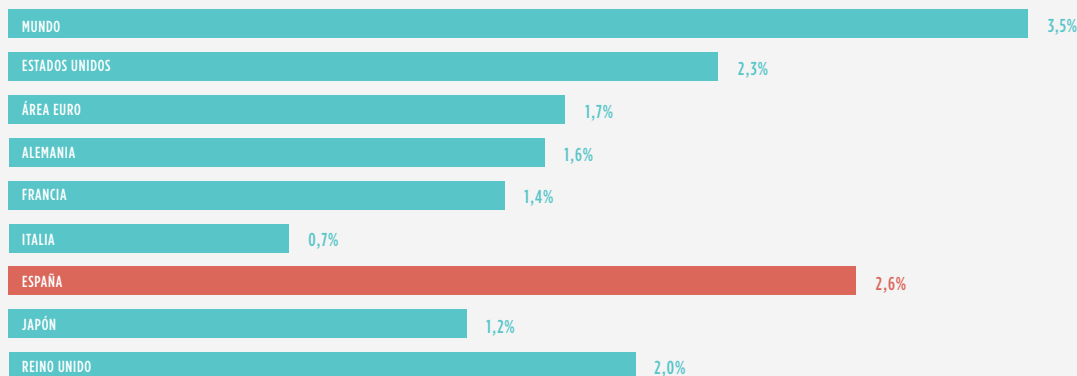
Fuente: INE

### PREVISIONES FMI: PIB

Crecimiento del PIB estimado para 2017

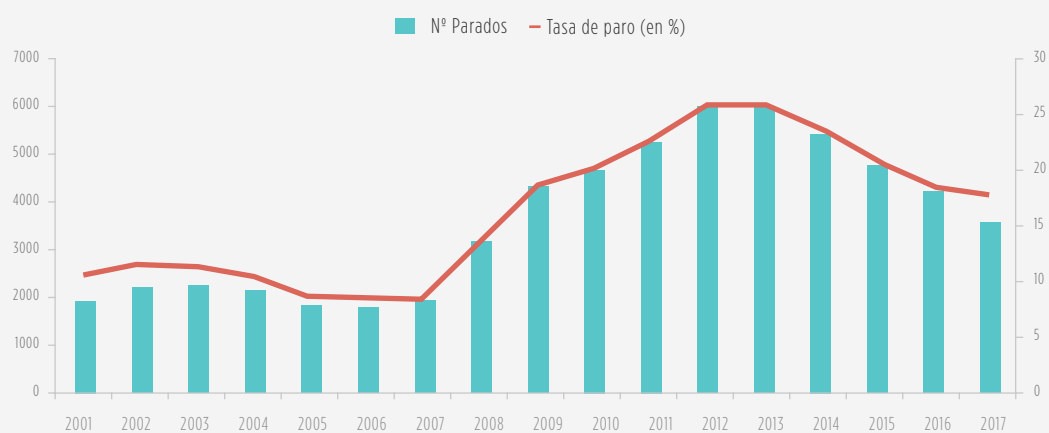
COMENTARIO  
INVEXCEL PATRIMONIO

2T 2017  
Vuelta a la normalidad  
pág. 6



Fuente: FMI

### EMPLEO EN ESPAÑA



Fuente: Ministerio de Empleo

En mayor o menor medida, cosas similares están pasando en Europa. En EEUU, llevan 8 años de bonanza, pero en Europa, la recuperación está comenzando, y con ella, una vuelta a la normalidad. No hay que ser complaciente y no hay que dejarse llevar por la euforia. Queda mucho por hacer, hay mucho que mejorar, y existen amenazas permanentes que recomiendan la prudencia, pero no queremos resignarnos en silencio a la España, la Europa, que pintan los que más gritan.

“Todos los hombres que no tienen nada importante que decir hablan a gritos”  
–Enrique Jardiel Poncela.

“El saber y la razón hablan, la ignorancia y el error gritan”  
–Arturo Graf.