

Diversificación por tipo de

activo:

- 31 Valores de R. Variable: 66 %

- 16 Valores de R. Fija: 15 %

- Liquidez: 19 %

Diversificación por Divisas:

- EUR: 59 %

- USD: 12 %

- SEK: 1 %

- CHF: 9 %

- NOK: 4 %

- GBP: 13 %

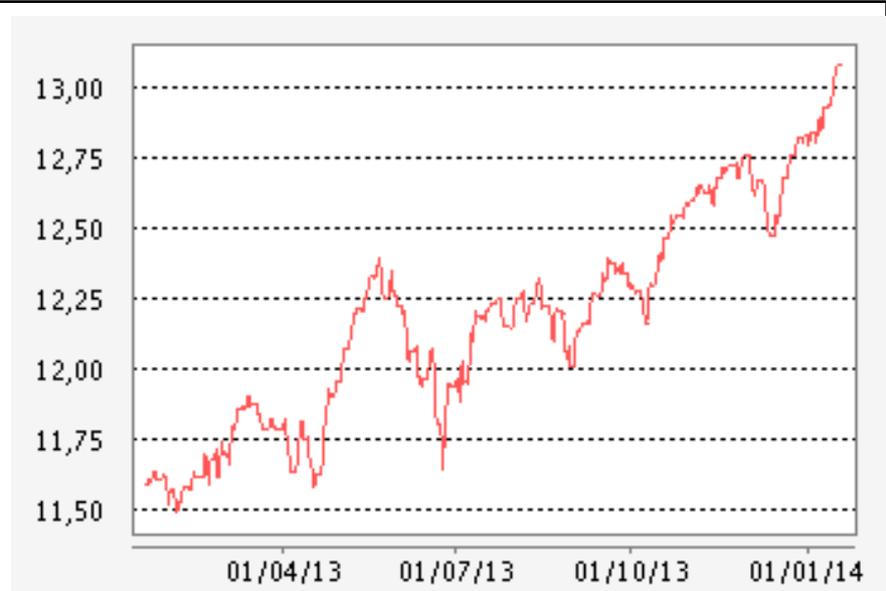
- HKD: 2 %

Principales valores:

- BASF: 4,9 %

- Yara : 4,9 %

- BHP Billiton: 4,7 %



Composición por países renta variable (cifras aproximadas):

Alemania: 22 % EE.UU.: 9 % Hongkong: 2 % Suiza: 9 %

Noruega: 4 % Suecia: 1 % Portugal: 2 % España: 3 %

Italia: 1 % Benelux: 2 % Inglaterra: 15 %

Informe de mercado - Enero de 2014

- **El Banco Mundial se muestra optimista para el entorno económico global en 2014 y espera un incremento de la economía mundial del 2,4 % en 2013 al 3,2 % en 2014.**
- **Crecimiento del PIB en China al 7,7 %, casi igual que el trimestre anterior. Se espera una ligera desaceleración del PIB en el futuro.**
- **Recuperación en Europa continúa, impulsado por el sector automovilístico y una mayor confianza de los consumidores y los empresarios.**
- **El mercado laboral en EE.UU. muestra signos de debilidad, decepciona sobre todo el continuo descenso de la tasa de participación .**

General

Los mercados financieros a principios del nuevo año continúan dando alegrías a los inversores. A la vez los inversores se inquietan cada vez más sobre una posible corrección ante la posibilidad de una mayor reducción de liquidez de la Reserva Federal y la valoración alta del mercado. No obstante, mientras en EE.UU. observamos una valoración más ambiciosa, en Europa no podemos hablar de sobre-valoraciones a gran escala.

Análisis macro-económico

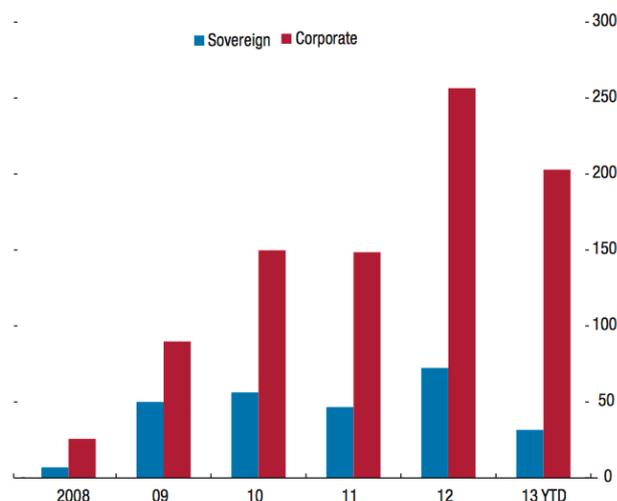
EE.UU.

Casi todos los analistas coinciden en señalar que la fuerza de la economía americana va a provocar una disminución gradual de los estímulos de la Reserva Federal. Algunos analistas creen incluso que el banco reduce por completo las compras mensuales.

Opinamos que si bien es verdad que la economía americana crece a ritmos más dinámicos todavía quedan dudas hasta qué grado podemos ya hablar de un crecimiento sostenible. Si la Reserva Federal realmente disminuye los estímulos por completo este año, debemos esperar una subida de los tipos. No obstante, una subida incluso moderada de los tipos a largo plazo tendría un impacto negativo en el sector clave de la vivienda. Tal situación ocurrió ya el año pasado cuando la Reserva Federal anunciaba por primera vez su cambio de actitud. Este riesgo hace pensar que la Fed disminuya los estímulos de forma muy gradual y que no retire los estímulos totalmente como temen algunos analistas. Otro factor en favor de este argumento es el mercado laboral. Es cierto que baja el índice del desempleo pero baja también la tasa de participación de la población activa. Ha bajado al nivel más bajo desde 1978 y esta bajada refleja el hecho que muchos millones de personas han dejado buscar trabajo. Como señalé en un informe anterior el Sr. Bernanke mencionó expresamente esta tasa como un criterio importante en evaluar el estado de la economía americana. Hace poco el premio nobel Joseph Stiglitz también advirtió que le preocupaba la exclusión de una parte creciente de los trabajadores del mercado laboral y que esto acabaría por afectar a la marcha de la economía.

Por último, hay que tener en cuenta las consecuencias para los mercados emergentes de una retirada menos moderada de los estímulos monetarios. Es posible que una disminución de los estímulos lleva a una apreciación del dólar. De ser así sufren aquellos mercados emergentes cuya deuda externa está denominada en dólares. Aunque un gran número ha hecho esfuerzos para desarrollar un mercado en moneda local hay muchos países que dependen de financiación en moneda extranjera. Pero incluso si la deuda es en moneda local, existe un riesgo que los inversores extranjeros se desprendan de los bonos. Y dentro de estos países es sobre todo el sector privado que lleva un alto grado de deuda en moneda extranjera. El gráfico abajo ilustra que es precisamente el sector privado que incrementó fuertemente sus emisiones de bonos en los últimos años (y gran parte en moneda extranjera). Es decir, los balances de las empresas están vulnerables ante una posible apreciación del dólar y por este riesgo se justifica un descuento en la cotización.

Emisiones de bonos de países en los mercados



Sources: Bond Radar, and Morgan Stanley.
Note: Data available through August 2013. YTD = year to date.

emergentes (en miles de millones de USD)

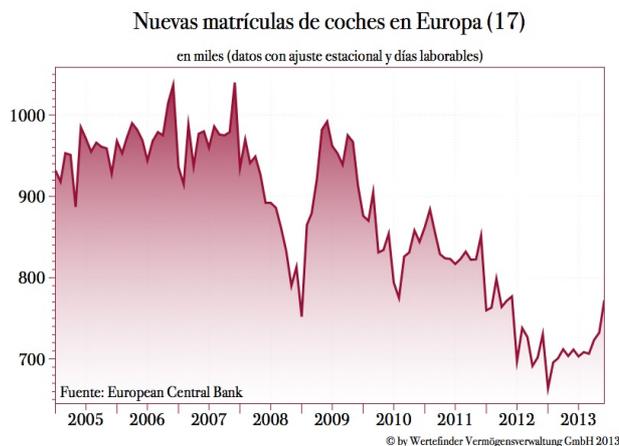
En nuestra opinión estos riesgos aconsejan tener mucha prudencia a la hora de comprar activos en los mercados emergentes. Muchos analistas hacen hincapié en que los mercados emergentes cotizan con un descuento respecto a los mercados tradicionales. Creo que este argumento es erróneo por-

que el atractivo de un mercado no se mide solamente por la valoración. Si un mercado (o una acción) cotiza con un descuento es normalmente por una razón. En algunos países la razón puede ser el riesgo de cambio del sector privado o puede ser de otra índole. El descuento en Rusia por ejemplo se explica no solo por los problemas del gobierno corporativo y la inseguridad jurídica sino va más allá: Para equilibrar sus cuentas el gobierno ruso impacta directamente en las tarifas de compañías en manos privadas. Basta leer la prensa rusa para convencerse que las medidas perjudican a los accionistas ya como publica el diario ruso *Kommerstant* en diciembre, el gobierno „никогда раньше он не применялся так жестко и с таким размахом“ (nunca antes había usado tan grave y con tan gran escala) la política de restricción de las tarifas.

Europa

Al juzgar por el descenso de los márgenes de las obligaciones del estado de España, Italia y Portugal y las buenas acogidas de las nuevas emisiones, parece que los mercados anticipen una mejora en las respectivas economías. Efectivamente, en España parece que la fuerza de las exportaciones se ha trasladado a una mejora del consumo privado como ya se notaba el trimestre anterior. El desempleo sigue alto pero es un indicador que refleja la mejora en el entorno económico solo después de cierto tiempo (un llamado „lagged indicator“).

La mejora en la zona euro se refleja también en los datos de producción industrial que superan las expectativas con un avance del 1,8% intermensual en noviembre. Es de suponer que una razón importante del avance de la producción industrial se debe al notable incremento de las matriculaciones de automóviles de los últimos meses (véase gráfico abajo para comparar la evolución). Al menos en parte este avance se explica también por el plan PIVE en España ya que las cifras de ventas en España superaron con creces las de los otros países. Ahora bien, los bienes de consumo duraderos también mostraron un incremento fuerte (2,2 %). Sube también la confianza en Europa y lo ilustra de forma muy significativa el incremento de los índices PMI que sugiere un avance moderado del PIB en el 2014.



China

China ha mostrado unas cifras de crecimiento del PIB del 7,7% el pasado trimestre y así se confirma la tendencia hacia tasas de crecimiento menores. Entre las razones de un crecimiento más moderado figuran sobre todo el elevado coste de la mano de obra, el endeudamiento de los gobiernos locales, el envejecimiento de la población y el empeoramiento del medio ambiente. Aun así estamos convencidos que las tasas se sitúan también en el futuro por encima del 7 % ya que el consumo privado mantiene su ritmo alto (13,6 % interanual). Además el crecimiento se va trasladando al interior del país (donde el coste de la mano de obra es menor) y por último estamos convencidos que el gobierno es capaz de mantener el delicado equilibrio económico.

Estrategia del fondo

En diciembre y hasta la fecha hemos dejado la renta variable casi invariable. La nueva liquidez se ha invertido en bonos corporativos y obligaciones del estado de Portugal y España denominados en Euro. Creemos que la mejora del entorno económico global (el Banco Mundial espera una mejora en 2014 al 3,2 % desde el 2,4 % en 2013) y la moderada valoración de las bolsas europeas justifican mantener una exposición moderada/alta en renta variable.

Jürgen Brückner
Chief Investment Officer
Wertefinder Vermögensverwaltung GmbH