

Fondo global de retorno absoluto
con gestión de valor

Diversificación por tipo de

activo:

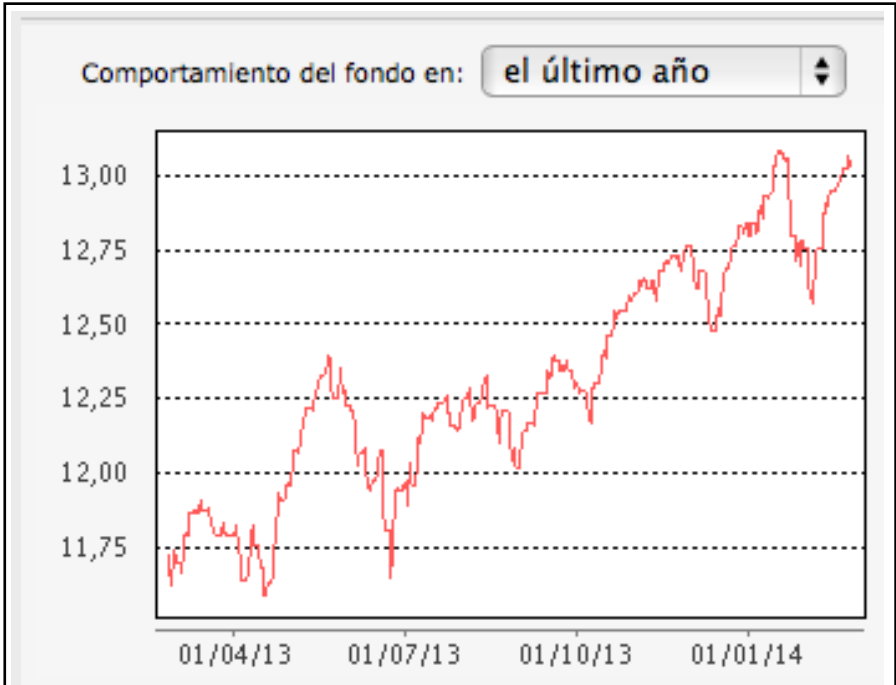
- 32 Valores de R. Variable: 69%
- 16 Valores de R. Fija: 19 %
- Liquidez: 12 %

Diversificación por Divisas:

- EUR: 55 %
- USD: 12 %
- SEK: 1 %
- CHF: 10 %
- NOK: 5 %
- GBP: 13 %
- HKD: 2 %
- BRL: 1 %
- RUB: 1 %

Principales valores:

- BHP Billiton: 5,3 %
- Yara : 4,5 %
- Roche Holding: 5 %
- Nestle: 5 %



Composición por países renta variable (cifras aproximadas):

Alemania: 22 % EE.UU.: 8 % Hongkong: 2 % Suiza: 10 %
Noruega: 4 % Suecia: 1 % Portugal: 2 % España: 3 %
Italia: 1 % Benelux: 3 % Inglaterra: 14 %

Informe de mercado - Febrero de 2014

- **PMI chino sufre un descenso - normal para esta época de año cuando en China se celebra el año nuevo**
- **Crecimiento de los precios de la vivienda en China con clara desaceleración.**
- **Recuperación en Europa desigual, destaca el buen número del índice IFO en Alemania.**
- **Las últimas actas de la reunión de la Fed a finales de enero de 2014 sugieren que ya en octubre del 2014 terminen las compras de bonos.**

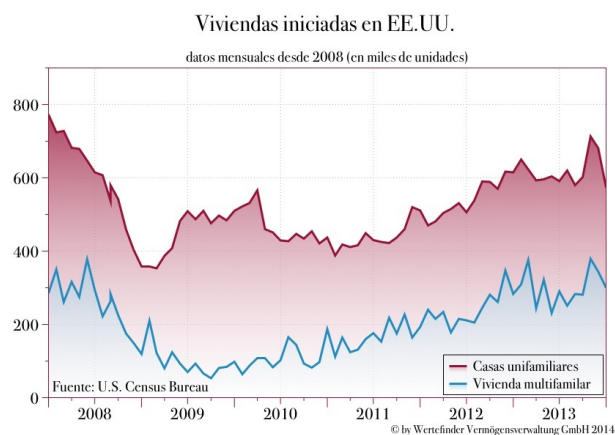
General

Después de los sustos relacionados con los temores en los mercados emergentes las bolsas se han recuperado rápidamente. Esta rápida recuperación se debe en parte a la idea de que la economía americana se encuentra más sana y que la debilidad en algunos mercados emergentes no afectaría negativamente a EE.UU.. Este mensaje lo transmitió también la Reserva Federal (la „Fed“) en las actas de su última reunión (para citar: „... that the spillover effects on the United States of developments to date were likely to be modest.“). En Europa a su vez salieron datos favorables que ayudaron a mantener la calma.

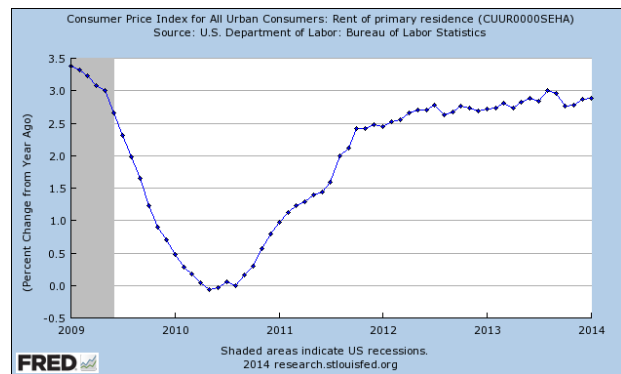
Análisis macro-económico

EE.UU.

Los recientes datos económicos en EE.UU. han salido en muchos casos más débiles de lo que se esperaba. No obstante, pensamos que esta debilidad se explica en gran parte por los efectos climatológicos en estos últimos meses. Al final siguen en pie todas las fuerzas que han empujado la economía en la segunda mitad de 2013. La buena marcha de la economía se puso de manifiesto también en las actas de la última reunión de la Fed. La Fed mencionó varios factores que le hacen pensar que las perspectivas de la economía son buenas. En el sector de la vivienda señaló los tipos bajos y las tendencias demográficas. No obstante, apuntó que el interés de los inversores en comprar casas de alquiler podría bajar (recordamos a los lectores que era precisamente este sector el que experimentó las tasas de crecimiento más elevadas los últimos dos años; véase el gráfico abajo).



Efectivamente la evolución de los alquileres se ha moderado recientemente y así explica que el interés de los inversores se ha reducido (véase gráfico abajo).



Una parte del optimismo de la Fed reside en varios informes de que las empresas piensan en aumentar sus compras de bienes de equipo. Las actas citan como factores favorables no solamente los tipos bajos y el elevado nivel de beneficios sino también el alto nivel de caja de las empresas y la reducción de inseguridad („policy uncertainty“). Las actas no mencionan expresamente el „fracking“ pero es de suponer que tanto el mercado laboral como las compras de bienes de equipo se benefician de esta evolución.

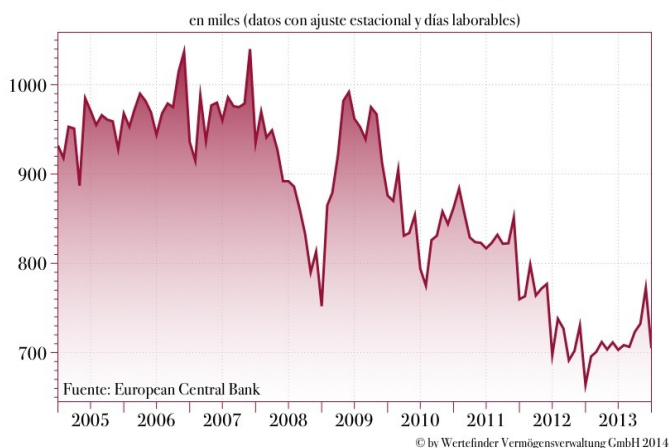
Al mercado inicialmente le preocuparon sobre todo los comentarios de que algunos miembros cuestionaban la actual política de tipos excepcionalmente bajos. Argumentaron que podría ser recomendable de subir los tipos pronto („increase the federal funds rate relatively soon“). No obstante, esta opinión no es coherente con la relativa debilidad del mercado laboral. De hecho, algunos miembros señalaron que a pesar de la reducción de la tasa de desempleo tanto la tasa de participación como el alto nivel de trabajo parcial („part-time work“) se mantiene demasiado elevado.

En resumen, las nociones expresadas en las actas de la Fed y la subyacente fuerza de la economía americana sugieren que la Fed termine el programa de la compra de bonos en octubre del 2014. Mientras esta reducción vaya acompañada por una mejora del entorno económico no tendrá necesariamente efectos negativos en las bolsas (suponiendo que los tipos de interés se mantengan bajos).

Europa

La sensación y los datos publicados en Europa sugieren que la leve recuperación continúe. En este sentido, encontró muy buena acogida el índice IFO de confianza empresarial en Alemania esta semana que superó las estimaciones. Este índice suele predecir muy bien la evolución del PIB en Alemania y es por ello que el mercado sigue muy de cerca su evolución. Por lo tanto la expansión en Europa sigue encabezado por Alemania mientras en Francia se observa todavía una marcada debilidad. Este desarrollo viene confirmado por los llamados Purchasing Managers' Index (PMIs), también conocidos como Índices de Gestión de Compras. Sin embargo, la reciente baja de estos índices sirve para recordarnos que la recuperación es muy débil y además desigual en toda la zona euro. Contrasta la mejora en Alemania, Reino Unido, España y Portugal con la debilidad en Francia y Italia. La ligera reducción del PMI en febrero es coherente con la evolución de las matriculas de los coches donde igualmente se observa una atenuación, incluso una caída muy fuerte después del rebrote en noviembre del 2013.

Nuevas matriculas de coches en Europa (17)



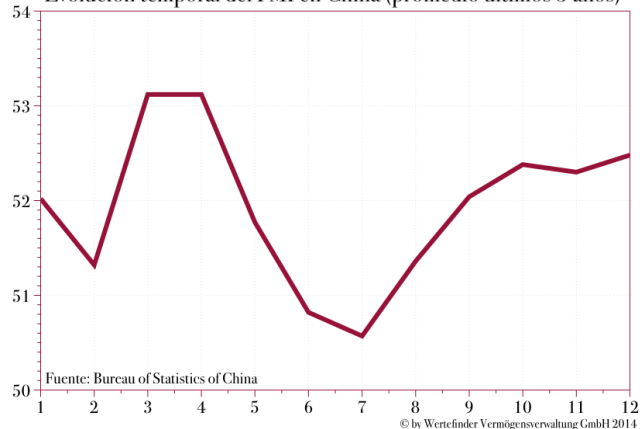
Los principales problemas para una recuperación más fuerte y sostenible siguen siendo los elevados niveles de crédito estatal y de los hogares (en algunos países). Mientras los tipos de interés se mantengan bajos y los diferenciales (especialmente Italia, España y Portugal) siguen estrechándose, las deudas suponen sin embargo un obstáculo superable. Más importante es la confianza de los hogares porque impacta al consumo privado (que explica en

la mayoría de los países alrededor de dos tercios del PIB).

China

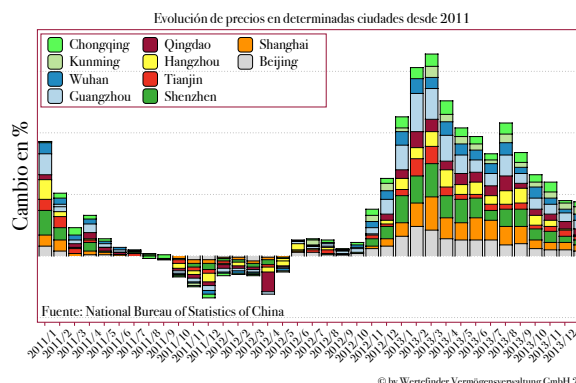
El PMI en China el mes pasado ha sufrido un leve descenso que inicialmente perturbó a los mercados. No obstante, de todos es sabido que las tasas de crecimiento de China tienden a bajar y por ello no debe de sorprender si el PMI refleja esta evolución. Además, los meses de enero y febrero son tradicionalmente los meses cuando el PMI se encuentra en sus mínimos del año ya que coinciden con las fiestas del Año Nuevo (véase el gráfico que muestra el promedio de los PMIs publicados por la CLFP de los últimos 5 años en cada mes del año).

Evolución temporal del PMI en China (promedio últimos 5 años)



La desaceleración del crecimiento en China se pone también de manifiesto en la evolución de los precios de la vivienda donde continúa la moderación de los precios. El gráfico recoge la evolución de 10 ciudades de los 70 que se publican mensualmente en China. Aparte de la moderación destaca que cada vez más se observa incluso un des-

Evolución de los precios de vivienda en China



censo: En noviembre solo en una ciudad, en diciembre en dos ciudades y en enero ya en seis ciudades.

Otro tema que sigue preocupando al mercado es el crecimiento explosivo del crédito de los gobiernos locales en el pasado. Aunque controlable, la restricción de la financiación de los gobiernos locales tiende a afectar el crecimiento del país.

En resumen, es de pensar que las tasas de crecimiento continúan a descender, tanto por el problema de la deuda de los gobiernos locales como por los problemas del medio ambiente y el incremento del coste de la mano de obra.

Estrategia del fondo

A pesar de las turbulencias en los mercados hemos mantenido la estrategia actual en el fondo (salvo la compra de una acción) ya que considerábamos que la corrección iba a ser temporánea. Mantenemos esta opinión porque creemos que las empresas siguen beneficiándose de un crecimiento global moderado y que las valoraciones no son excesivas teniendo en cuenta el rendimiento de inversiones en la renta fija. Aun así, reconocemos que muchas empresas se enfrentan al desafío de competir en un mundo global y que por ello los márgenes de algunas empresas tienden a la baja (no siempre las empresas han podido compensar este efecto por un incremento de las ventas). Observamos que son sobre todo las empresas con una marca fuerte y/o un modelo de negocio único las que arrojan los mejores resultados.

Evolución del fondo

El fondo se ha beneficiado en primer lugar de la buena evolución de todos los valores americanos y algunos valores europeos que han superado los máximos alcanzados en enero. No todos los valores han recuperado sus máximos de enero y entre ellos destacan los valores ligados a los mercados emergentes (en renta variable HSBC y Hutchison Whampoa y los tres bonos denominados en moneda non-euro). Yara sufrió por un descenso de los precios de venta (el urea), pero esta acción destaca por una buena generación de caja, valoración moderada y un alto redimiendo por dividendo.

La fuerza del euro ha tenido un impacto ligeramente negativo por dos motivos: Una parte de los valo-

res en la cartera está denominado en dólares (véase arriba el desglose). Otro factor es la repercusión negativa de la fuerza del euro en la cuenta de resultados de algunas compañías (muchas empresas mencionan la fuerza del euro como factor relevante).

La debilidad del dólar se explica sobre todo por la fuerte expansión del balance de la Reserva Federal (y en menor parte por el diferencial de los tipos de interés) en comparación con el balance del BCE. Creemos que en la medida que la Fed reduzca sus compras mensuales esta influencia negativa sobre el dólar se desvanece y podemos esperar una apreciación en la segunda mitad del año.

Creemos que en la medida que en EE.UU. y Europa el cuadro económico mejore los inversores tendrán también confianza en aumentar títulos de renta variable y/o fondos de inversión. Si los beneficios de las empresas siguen subiendo (aunque ne menor grado) existen buenas perspectivas para los mercados de renta variable. La clave será como siempre la selección de las empresas con potencial de crecimiento.

Jürgen Brückner
Chief Investment Officer
WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH