

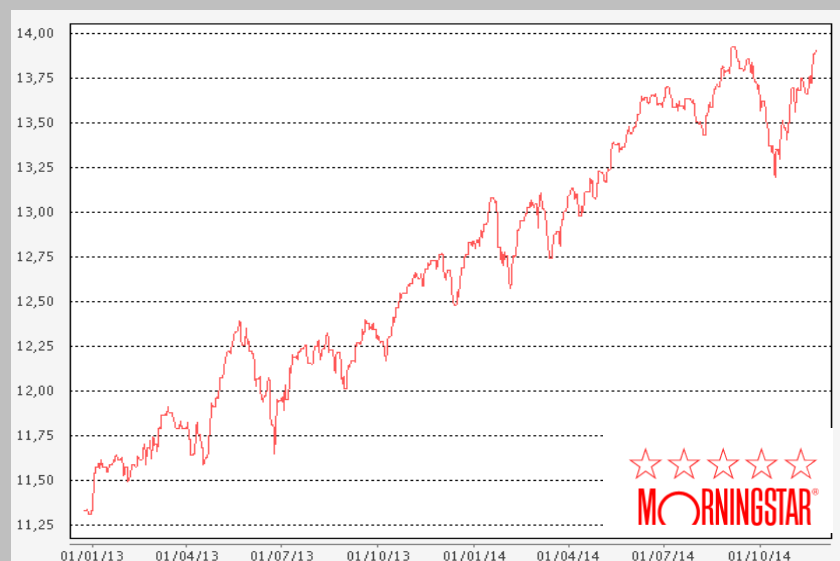


Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor

Diversificación por tipo de activo:

- 38 Valores de Renta Variable: 54 %
- 29 Valores de Renta Fija: 29 %
- Liquidez: 17 %

A partir de ahora con nueva presencia internet:
www.wertefinder.de/es



Diversificación por Divisas:

- EUR: 48 %
- GBP: 6 %
- CHF: 6 %
- USD: 16 %
- HKY: 3 %
- CNY: 5 %
- NOK: 3 %
- MXN: 4 %
- Otros: 9 %

Principales valores (RV):

- Roche: 4,3 %
- BMW: 3,6 %
- Allianz: 3,4 %
- Yara: 3,3 %
- BASF: 3,2 %
- SAP: 3 %

Composición por países renta variable (cifras aproximadas):

- | | | |
|-------------------|----------------|-------------------|
| • Alemania: 18 % | • EE.UU.: 7 % | • Hongkong: 3 % |
| • Inglaterra: 7 % | • Benelux: 4 % | • Suecia: 4 % |
| • Suiza: 6 % | • Noruega: 3 % | • Sur Europa: 2 % |

Informe de mercado - Noviembre de 2014

- Índice IFO alemán con primera subida después de seis bajadas consecutivas.
- El PIB en los países principales europeos dentro de las expectativas.
- Bajada de tipos de interés en China.
- Consumo chino con leve desaceleración, ventas de coches con debilidad.
- Impacto de los precios bajos de petróleo sobre el „fracking“ limitado a corto plazo según la International Energy Agency (IEA).

General

Pasadas las tormentas de octubre las bolsas en noviembre se mantuvieron inicialmente con tono positivo pero sin grandes alegrías. Por un lado las bolsas se beneficiaron de la bajada del petróleo por otro lado el estado débil de la economía europea y algunas cifras menos halagüeñas en China frenaron el apetito al riesgo. No obstante, hacia finales del mes las bolsas obtuvieron un impulso decisivo por los comentarios de Draghi y por la bajada de los tipos de interés en China.

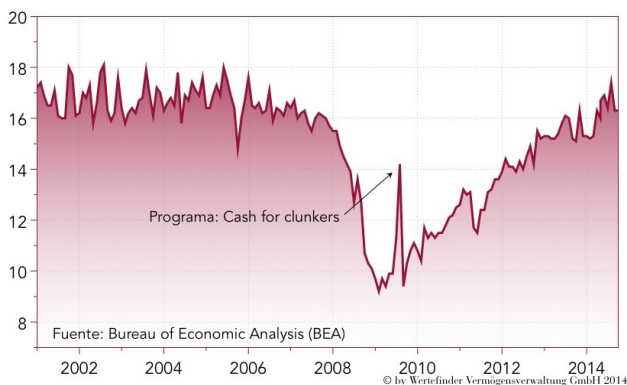
Análisis macro-económico

EE.UU.

En EE.UU. los analistas discuten cada vez más las consecuencias de la bajada del petróleo. Mientras el impulso para el consumo salta a la vista otras consecuencias como el impacto sobre el fracking no son tan claras. Se estima que los costes del fracking oscilan entre \$ 40 - \$ 80 y por ello probable que experimentamos a lo largo del año que viene una desaceleración de la producción del crudo. Tal evolución puede impactar en las inversiones y la creación de puestos de trabajo pero al día de hoy no hay previsiones serias sobre las consecuencias. Aún así el impacto de la bajada de precios parece que no es tan fuerte a corto plazo porque cada compañía intenta maximizar su producción independiente del efecto de su oferta en el precio. En este sentido la EIA ha reducido recientemente su pronóstico de la producción diaria con respecto a su pronóstico del mes pasado por solo 100.000 barriles/día (es decir un 1 %). Con esto la EIA espera para el 2015 un incremento de 850.000 barriles/día alcanzando los 9,4 millones de barriles/día. A no ser que la OPEP realmente reduce su producción (y/o la demanda mundial vuelve a subir) cabe por ello esperar que los precios sigan bajando.

Menos claro es el impacto de ahorro energético en el comportamiento de las empresas. A estas alturas faltan signos claros cómo las empresas van a utilizar este ahorro. Las empresas americanas ya cuentan con un alto grado de flujo de caja y por ello es poco probable que aumenten su inversión ya que les sobra liquidez. Por ello es de suponer que utilizan la mejora de sus beneficios para re-comprar sus propias acciones y/o aumentar los

Ventas de automóviles en EE.UU.

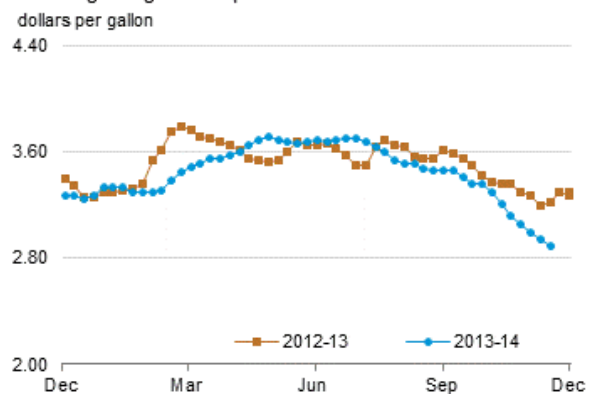


dividendos. En ambos casos favorable para la cotización de las empresas.

El entorno económico de los EE.UU. sigue favorable, a pesar de la debilidad en Europa y ciertos mercados emergentes. Aunque el dólar ha subido durante los últimos meses esta fortaleza del dólar no resulta en una traba para el crecimiento en EE.UU.. Esta es también la opinión de muchos miembros de la Federal Reserva que en sus últimos minutos hacen hincapié en que „la cuota del comercio exterior en la economía americana es relativamente pequeña“ y que „los efectos en el cambio del valor del dólar sobre las exportaciones son modestas“.

No obstante, los miembros de la Reserva Federal tampoco esperan un crecimiento muy vigoroso y estiman más bien un crecimiento moderado. Señalan por ejemplo que según los planes de los fabricantes de coches se espera una desaceleración („automakers production schedules for the fourth quarter pointed to some slowing in the pace of motor vehicle assemblies“). Efectivamente observamos (véase el gráfico arriba) que en octubre y los meses anteriores las ventas descendieron de los máximos de verano. En el futuro creemos que las ventas alcancen otra vez nuevos máximos por los efectos combinados de la población, la antigüedad de los coches y por último la puerta bajada del precio de la gasolina (véase abajo la evolución de este precio actualizado hasta el 19 de noviembre).

U.S. regular gasoline prices



En el tercer trimestre la economía se ha también beneficiado de un incremento de los gastos de defensa.

En resumen, la economía americana se sigue beneficiando de los múltiples efectos del incremento de la población, la revolución del „fracking“ y de los bajos precios energéticos. Con ello EE.UU. tiene una ventaja comparativa muy fuerte con respecto a Europa y muchos países emergentes.

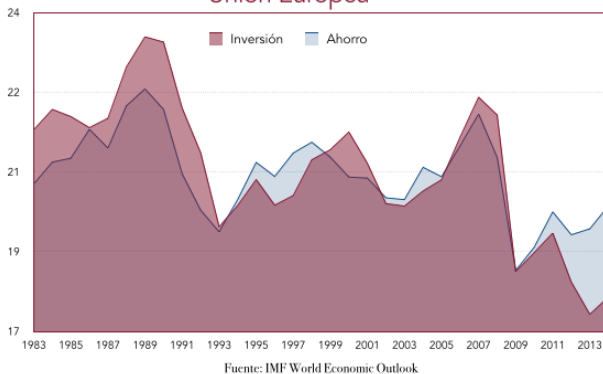
Europa

Los sustos sobre el crecimiento en Europa se han un poco disipado este mes después de la publicación del PIB que no ha dado lugar a nuevos temores. No obstante, los comentarios de Draghi la semana pasada sobre la necesidad de continuar con una política monetaria muy

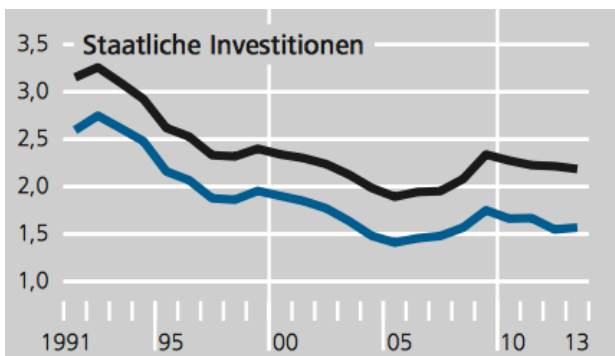
acomodaticia ponen de relieve que los problemas de Europa siguen sin resolver. Uno de los problemas clave es la falta de inversiones y es dudoso que el BCE realmente pueda estimular las inversiones mediante la política monetaria. El fracaso del „Abenomics“ en Japón pone de relieve que una política monetaria que no va acompañada por reformas estructurales tiene límites. En este sentido la reciente iniciativa „Invest in Europe“ de la comisión europea de suministrar 300 mil millones de euro a proyectos europeos parece poco efectiva mientras no se crean las condiciones previas para que estas inversiones sean rentables. Es menos la falta de fondos sino la falta de perspectivas o proyectos viables que frenan la inversión. En todo caso, para encauzar el crédito a la economía real hacen falta reformas que fomenten la innovación y por lo tanto la inversión.

Actualmente observamos que después de la crisis del 2008 en la unión europea el ahorro sigue superando la inversión. Parece que este desequilibrio se explica tanto por la falta de inversiones viables como por la redistribución de las rentas a aquellos grupos que tienen una mayor propensión a ahorrar (las grandes empresas y los particulares ricos). Una parte de la inversión es el gasto

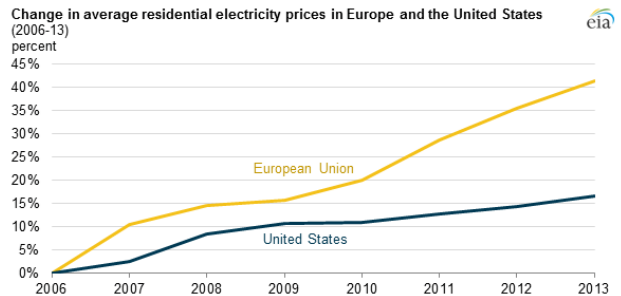
Evolución de la inversión y del ahorro en la Unión Europea



público y sobre todo en Alemania se ha criticado que el país adopta una política demasiado austera. El siguiente gráfico (copiado del informe mensual de septiembre 2014 del Bundesbank) muestra que efectivamente no solo la inversión privada sino también la inversión estatal ha bajado después de la crisis del 2008. Además se en-



cuentra muy por debajo de los niveles de los años noventa. Es de esperar que Alemania adopte al fin y al cabo una política menos austera y incremente el gasto público en proyectos de primera necesidad (infraestructura, internet, etc.).



No solo las empresas en EE.UU. disfrutaban de una ventaja comparativa con respecto a los costes energéticos sino también los hogares (véase gráfico arriba que muestra la evolución de los precios de la electricidad en EE.UU. y Europa). Por ello Europa atraviesa muchos desafíos para no solamente mejorar las condiciones para las empresas sino también reducir la carga para los ciudadanos.

China

En respuesta a la clara desaceleración económica el banco central chino recientemente bajó los tipos de interés. Aunque en el sector clave de la vivienda (que explica según los analistas entre un 15 % - 20 % del PIB) la bajada de los precios se ha algo reducido, la verdad es que los precios siguen bajando. Por otro lado, el consumo privado sigue creciendo a un ritmo mayor del 10 %, impulsado por el fuerte crecimiento de los salarios reales. No obstante, creemos que el ritmo de crecimiento chino sigue bajando. Pero mientras esta desaceleración es de forma controlada el impacto en la economía global será limitado.

Estrategia del fondo

Este mes volvimos a aumentar la exposición a la renta variable hasta alcanzar el 58 %. La motivación ha sido una valoración adecuada de algunos valores después de las bajadas de octubre. Además pensamos que tanto el dólar fuerte como la bajada del petróleo actuarían como una fuerza potente para la economía global. Los cambios en la cartera han sido pequeños y resultaron en la venta de valores vinculados al petróleo en favor a valores ligados al consumo. Con ello la cuota de RV actualmente asciende al 54 %.

Mantenemos la actual exposición al dólar y algunas monedas de mercados emergentes ya que creemos que el vigor de la economía americana favorece el dólar. En renta fija aprovechamos la reciente fortaleza del rublo para reducir la pequeña posición de los bonos denominados en rublos porque la volatilidad alta del rublo no justificaba mantener esta posición a los mismos niveles. No obstante, mantenemos una pequeña posición por-

que a medio plazo el diferencial de tipos compensa el riesgo de cambio.

Evolución del fondo

Este mes el fondo ganó un 3,2 % y su rendimiento en lo que va de año asciende al 8,32 % (datos al 24 de noviembre de 2014).

La buena performance se explica por el buen comportamiento de casi todas las acciones. En particular, tanto valores europeos como americanos acusaron una fuerte subida. El dólar y las monedas de mercados emergentes ligadas al dólar también aportaron valor a la cartera.

Perspectivas

En este apartado señalé el mes pasado que la bajada de los precios del petróleo iba a actuar como un fuerte estímulo para la economía global. Efectivamente, este argumento mantiene su razón y es cuestión que los datos duros de las empresas lo confirmen. Para Europa hay que añadir que la fortaleza del dólar contribuye también a la mejora de las perspectivas del entorno económico. Ya ahora al menos los empresarios alemanes se sienten más optimistas como confirma el índice IFO que se publicó ayer y que por primera después de seis bajadas subió (del 104,7 al 103,2).

Bad Homburg, 25 de noviembre de 2014

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH