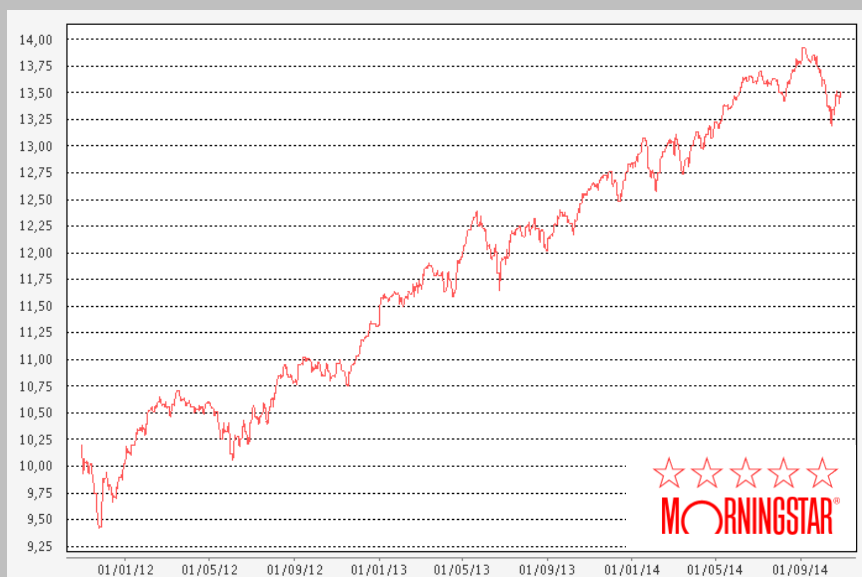




Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor

Diversificación por tipo de activo:

- 38 Valores de Renta Variable: 54 %
- 30 Valores de Renta Fija: 32 %
- Liquidez: 14 %



Diversificación por Divisas:

- EUR: 46 %
- GBP: 7 %
- CHF: 6 %
- USD: 17 %
- HKY: 3 %
- CNY: 5 %
- NOK: 3 %
- MXN: 4 %
- Otros: 12 %

Principales valores (RV):

- Roche: 4,6 %
- BMW: 3,6 %
- BHP Billiton : 3,1 %
- HSBC: 3,0 %
- SAP: 3,0 %
- Hutchison Whampoa: 2,7 %

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 - Octubre de 2014

- Revisión a la baja del crecimiento global por el IMF, pero dudas porque la bajada del petróleo actúa como una fuerza muy potente para el consumo
- La caída de los precios de la vivienda en China se mantiene inalterada.
- Las ventas de coches en China decepcionan por segundo mes.
- Previsión del PIB alemán reducido del 2 % al 1,2 % para el 2015, pero subida del índice de confianza calculado por la GfK
- Surgen primeras dudas del „fracking“ por la continuada bajada del petróleo.
- Precio de la gasolina en EE.UU. a punto de caer por debajo de la barrera psicológica de 3 \$ por barril.

General

En octubre las bolsas producen a los inversores muchas veces sustos y este año no ha sido una excepción. De hecho, el famoso crash del 1987 cuando el Dow Jones perdió un 22 % ocurrió también en octubre. No obstante, en aquel año el crash ocurrió entre otras cosas por una subida prolongada de los tipos de interés mientras que esta vez las caídas en las bolsas se produjeron por el miedo de otra recesión en Europa. Por esta razón las bolsas se recuperaron rápidamente ya que la expectativa de un menor crecimiento llevó a una bajada del precio del petróleo. El IMF estima que cada bajada del petróleo por 20 dólares produce un crecimiento adicional del 0,20 %. Si es así y el precio del petróleo se mantiene a estos bajos niveles el IMF debe revisar su reciente revisión del crecimiento global en breve otra vez (de hecho, una de las causas de las caídas de las bolsas había sido precisamente la bajada de la previsión del crecimiento ...).

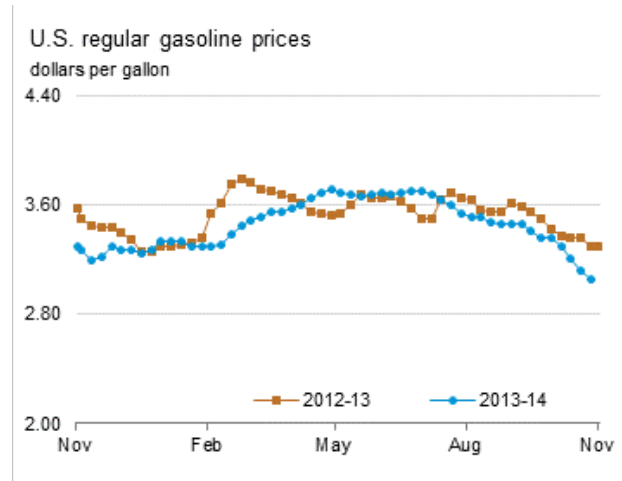
Dada la importancia del precio del petróleo me ocupo en este texto también de las causas de esta bajada. Me ocupo también en mayor grado del crecimiento económico en Alemania porque ha sido otra de las causas de las caídas.

Análisis macro-económico

EE.UU.

Al analizar las perspectivas de la economía americana es imprescindible hacer hincapié en las consecuencias de la reciente caída del precio del petróleo. En primer lugar hay que señalar que la bajada del petróleo favorece el consumo. Así se explica por ejemplo el incremento de la confianza de los americanos, un dato que se publicó esta semana. Al final el consumo privado explica aproximadamente dos tercios del PIB y por ello es de suma importancia que el ciudadano americano está dispuesto a incrementar su consumo. En este sentido la bajada del petróleo juega un papel importante porque baja tanto la gasolina como el coste de calefacción. De cara al periodo de invierno esta reducción de gastos debe tener un efecto favorable en la época de Navidad.

Por otro lado, la bajada del petróleo impacta en los costes empresariales y ciertos sectores se benefician. No obstante, sufrirá el sector de la energía y sobre todo las compañías relacionadas con el „fracking“. En este caso existe el riesgo que muchos proyectos ya no son rentables a un precio más bajo (se habla de un precio entre 70 - 80 \$). Ya ahora es posible que muchos proyectos no se realicen por la falta de financiación. Si fuera así y el precio bajara más, podrían incluso perderse algunos puestos de trabajo. En resumen, la caída del petróleo tiene ganadores y perdedores pero el resultado final será beneficioso para la economía. En cuanto al desglose de la demanda, es de suponer que se beneficia el sector del automóvil porque el menor coste de la gasolina incita a los americanos a comprar más coches (véase la evolución de este precio en el gráfico abajo).



Fuente: U.S. Energy Information Administration, 29 de octubre de 2014

Para el ciudadano americano la evolución del precio de la gasolina es muy importante y si el precio baja por debajo del nivel de 3 \$ por barril será un factor psicológico muy importante.

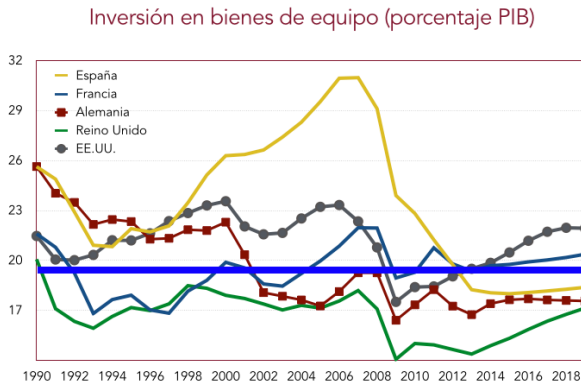
Otro factor a analizar es el impacto de la fuerza del dólar en las perspectivas de las empresas. Aunque la evolución del dólar disminuye la competitividad para las exportaciones parece que hasta ahora el dólar no preocupa mucho ni al gobierno ni a las empresas. El motor del crecimiento en EE.UU. no proviene de las exportaciones y así se entiende esta tranquilidad. Al contrario, un dólar más fuerte favorece el crecimiento en Europa y así tendrá un efecto positivo también para las ventas de las compañías americanas. Es interesante el comentario de una empresa americana, Parker Hannifin, que señaló que podrían compensar el efecto del dólar mediante el ahorro de costes. Este comentario subraya la flexibilidad de la gestión de las compañías americanas.

Otro factor positivo del dólar es su impacto positivo en la inflación. Junto con la bajada de las materias primas hay por ello fuerzas importantes que sugieren que la Fed no vaya a tener prisa para subir los tipos de interés. Debido a esta espera ya han bajado los tipos de las hipotecas. Un factor importante porque el sector de la vivienda requiere tipos bajos para mantener su ritmo de ventas.

Europa

Como señalé antes, las caídas de las bolsas se debían en parte a la rebaja del crecimiento económico en Alemania desde un 2 % a un 1,2 % para el 2015. Fue una sorpresa para el mercado, aunque en realidad era de esperar después de cinco caídas del índice IFO (que sirve como una buena guía de la futura evolución del PIB alemán). El empeoramiento del entorno económico en Alemania proviene no solo de la caída de las exportaciones al este de Europa sino también de las trabas al crecimiento que resultan del retroceso de las reformas anteriores (introducción del salario mínimo, prestaciones más generosas para las madres, nuevos incentivos para

la jubilación anticipada, etc.). Ante el fondo de este entorno no sorprende que la inversión ha bajado y que tampoco se espera una mejora (véase el gráfico abajo que recoge la evolución de la inversión alemana en el contexto con otros países). En realidad no sorprende que la inversión cae porque para muchos empresarios resulta más rentable trasladar su producción al exterior y tampoco se prevé un nuevo gasto en infraestructura. En este contexto la OECD ha recomendado recientemente que Alemania suba la tasa de inversión al 20 % y se supone que tal subida debe provenir del estado.



Fuente: IMF, World Economic Outlook Database

Aunque no faltan ejemplos de la necesidad de una mejora de la infraestructura, el estado, es decir el ministro de finanzas Schäuble, se opone ya que supondría perder el equilibrio del presupuesto. No obstante, en estos días incrementan las voces que demandan un relajamiento de esta postura. Personalmente, creo que sí hace falta un cambio de postura, pero solo si se logra un acuerdo con Francia para adoptar reformas estructurales que luego crean mejores condiciones para un crecimiento económico sostenible. Alemania por sí solo será incapaz de reactivar el crecimiento en la zona euro.

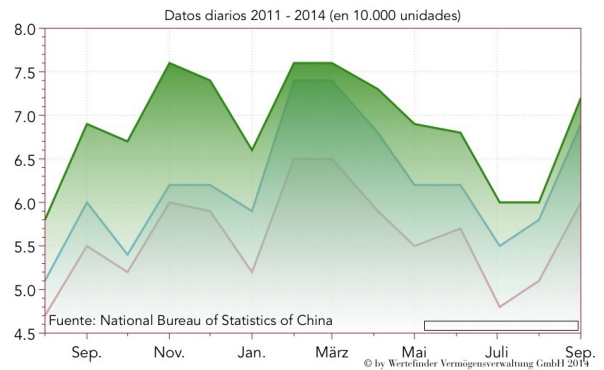
En todo caso, la caída del petróleo, el dólar fuerte y los tipos bajos ayudan en el proceso. En este sentido es un factor muy positivo que el índice de la confianza de los consumidores alemanes GfK subió este mes después de dos caídas anteriores. De esta manera es de suponer que el PIB alemán se mantenga soportado ya que el consumo privado supone alrededor de dos tercios de la demanda total. Los argumentos para un consumo fuerte están a la vista: Salarios reales al alza, empleo al alza y encima precios de la energía más baratos.

China

El dato más significativo el mes pasado en China fue la publicación del PIB que creció un 7,3 % y así un poco por encima del 7,2 % que esperaban los analistas. No obstante, los signos de una desaceleración están en pie como muestra la evolución de los precios de la vivienda y las ventas de coches. En ambos casos se notan los efectos del enfriamiento (véase abajo por ejemplo la evolución de las ventas de coches).

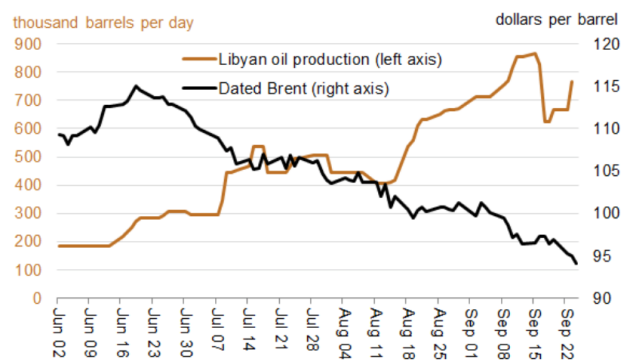
Las ventas todavía crecen, pero en agosto y septiembre a un ritmo mucho menor que en otros años. El gobierno chino es consciente de la desaceleración y toma ciertas medidas para evitar una caída libre. No obstante, al contrario del año 2008 esta vez el gobierno actúa de forma más prudente para evitar un nuevo calentamiento y despilfarro de recursos.

Evolución de las ventas de coches en China



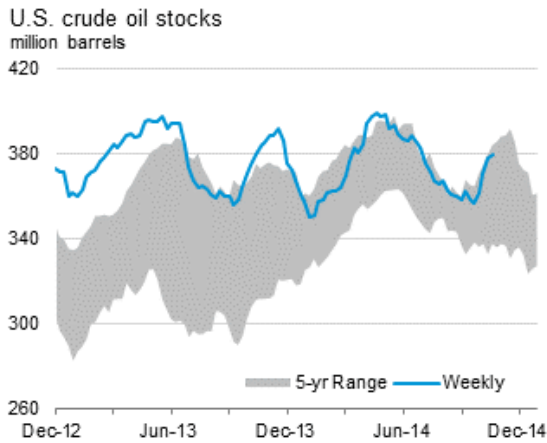
Situación del petróleo

La caída del petróleo ha sido tan rápido y brusco que al principio los mercados no captaron todas las consecuencias. La caída está motivado tanto por el incremento de la oferta como por la menor demanda. Del lado de la oferta el factor más importante es el „fracking“ en EE.UU. pero quizá el factor detonante ha sido el inesperado incremento de la oferta por parte de Libia. El siguiente gráfico demuestra claramente que hay una relación inversa entre la evolución de la oferta de Libia y el precio del petróleo.



Fuente: U.S. Energy Information Administration, 24 de septiembre de 2014

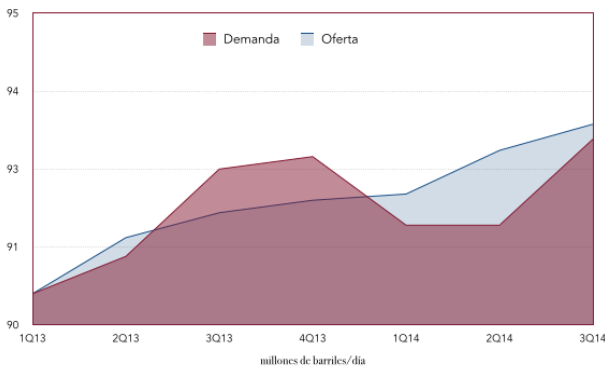
Otra razón para la bajada del petróleo ha sido el incremento de las existencias en EE.UU. El mercado es muy sensible a estos datos semanales y como muestra el siguiente gráfico estas existencias del crudo se sitúan en los máximos del promedio de los últimos 5 años.



Fuente: U.S. Energy Information Administration, 29 de octubre de 2014

El resultado de la mejor oferta y menor demanda es un superávit de la oferta como muestra el gráfico abajo.

Evolución de la oferta y demanda del petróleo



Fuente: International Energy Agency (IEA), Octubre 2014

No obstante, si el precio del petróleo continua a bajar la oferta se reduce y así se alcanzaría otra vez un equilibrio entre oferta y demanda y por consiguiente una estabilización de los precios. También es de suponer que la mejora del crecimiento económico mundial supone un nuevo estímulo para la demanda del petróleo. A corto plazo hay un factor técnico que puede aumentar la demanda: Típicamente las refinerías llevan a cabo un programa de mantenimiento en septiembre/octubre para cambiar la composición del petróleo a efectos de invierno. Así se espera una mayor demanda por parte de las refinerías, una vez pasados estos trabajos.

Estrategia del fondo

Aprovechamos las turbulencias en el mercado en octubre para aumentar posiciones o comprar nuevas acciones en ciertos valores que el mercado había castigado. Con ello subimos la exposición a renta variable desde el mínimo en el mes del 42 % al 54 %. Aunque la valoración del mercado americano es más elevada que en Europa aumentamos el peso de la RV en EE.UU. desde el 4 % al 7 % (compuesto por 7 acciones). Este aumento se debe a los resultados excelentes de las compañías de nuestro

universo que justifican en nuestra opinión un peso mayor. En renta fija aumentamos posiciones en renta fija en pesos mexicanos.

Evolución del fondo

Este mes pasado el fondo perdió un 1,37 % y por lo tanto se ha comportado mucho mejor que muchos índices de renta variable. El rendimiento en lo que va de año asciende al 5,17 %.

Esta bajada se explica por la caída de los mercados en general. Entre los valores que acusaron un peor comportamiento se encuentran los valores más cíclicos (BASF, Royal Dutch Shell, BHP Billiton) así como Gemalto y KSB. En Alemania destaca la fuerte subida de Drägerwerk después de anunciar sus resultados empresariales (la empresa había decepcionado en los dos trimestres anteriores). En EE.UU. algunos valores incluso alcanzaron nuevos máximos históricos, salvo IBM que bajó un 10 % después de anunciar sus resultados.

El dólar no varió en el mes y por lo tanto el efecto de divisas fue casi neutral durante el mes.

Perspectivas

Creemos que los precios del petróleo se mantengan bajos durante una temporada prolongada y de esta forma estimulen el crecimiento global. Aunque estamos conscientes de los problemas en Europa creemos que la fortaleza del dólar unido a los precios bajos del petróleo y los tipos de interés actúan como una fuerza potente para evitar otra recesión. Los resultados de algunas compañías alemanas muestran que efectivamente un dólar fuerte supone un gran alivio. Ante este fondo la renta variable (que ofrece rendimientos por dividendo muy por encima de la renta fija) constituye el mejor activo para los inversores. Por último, a no ser que los beneficios caen la valoración sobre todo en Europa se mantiene a niveles interesantes. No obstante, para controlar el riesgo de la cartera durante tiempos más volátiles mantenemos una posición moderada de la exposición a la renta variable.

Bad Homburg, 31 de octubre de 2014

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH