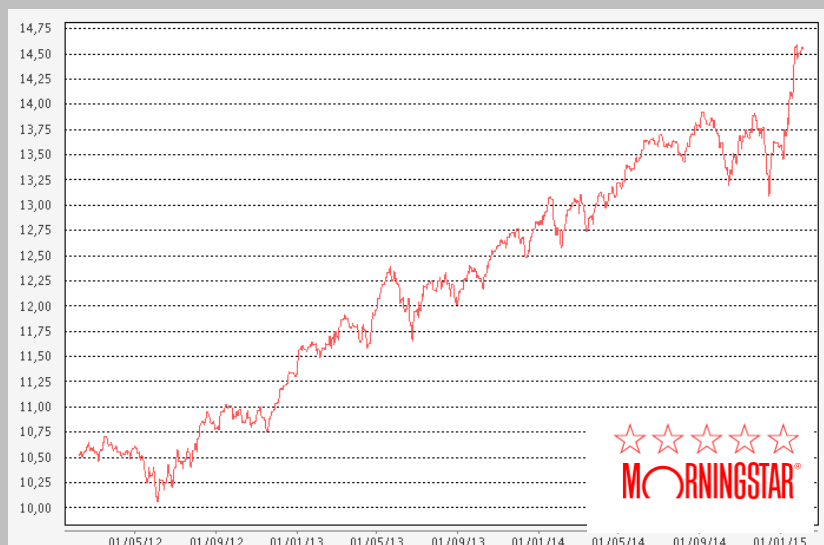




## Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor

### Diversificación por tipo de activo:

- 36 Valores de Renta Variable: 34 %
- 30 Valores de Renta Fija: 20 %
- Liquidez: 46 %



### Diversificación por Divisas:

- EUR: 70 %
- GBP: 5 %
- CNY: 4 %
- USD: 8 %
- HKY: 2 %
- SEK: 2 %
- NOK: 2 %
- ZAR: 3 %
- Otros: 4 %

### Principales valores

- BMW: 3,2 %
- HSBC: 2,9 %
- Yara: 2,4 %
- BASF: 2,2 %
- Allianz: 2 %
- Aalberts: 1,8 %
- BHP Billiton: 1,7 %
- Hutchison: 1,6 %
- KSB AG: 1,5 %
- Indra: 1,2 %

### Composición por países renta variable (cifras aproximadas):

- |                   |                |                   |
|-------------------|----------------|-------------------|
| • Alemania: 13 %  | • EE.UU.: 3 %  | • Hongkong: 2 %   |
| • Inglaterra: 5 % | • Benelux: 3 % | • Suecia: 2 %     |
| • Suiza: 0 %      | • Noruega: 2 % | • Sur Europa: 2 % |

## Informe de mercado - Enero de 2015

- El PMI chino de enero se sitúa por debajo del 50 por primera vez desde hace más de un año
- Mercado laboral en EE.UU. sigue con fuerza
- Costes laborales en EE.UU. con leve repunte
- PMIs en Europa mejorando
- Sube el número de matriculaciones de coches en Europa
- El precio del petróleo sube debido a la reducción drástica de los torres de perforación

## General

Si en diciembre los inversores hubiéramos podido pedir un regalo de Santa Claus para enero de 2015 jamás habríamos pensado en tanta generosidad: No solo el euro y el precio del petróleo alcanzaron mínimos de muchos años sino incluso el BCE nos hizo un regalo cuyo tamaño pocos analistas esperaron. El resultado ha sido un incremento de muchos índices bursátiles casi espectacular. No obstante, sabemos que los mercados y los indicadores económicos nunca van solo en una dirección, y menos en línea recta. En este informe quisiera por lo tanto considerar los riesgos con los que nos podemos afrontar, sin perder de vista las oportunidades que presenta el actual entorno económico.

## Análisis macro-económico

### EE.UU.

La fortaleza de la economía americana se debe al buen comportamiento de los tres sectores claves, el de la vivienda, el del automóvil y por último el sector energético que está impulsado por las nuevas técnicas de la exploración del petróleo (el ya famoso fracking). A ello se ha añadido el tercer trimestre del 2014 el sector público que ha aumentado sus inversiones en el sector de la defensa. La mayor intervención del estado puede parecer una sorpresa porque hasta no muchos meses todavía se hablaba de un incumplimiento de la deuda por parte de estado americano. No obstante, debido a la buena marcha de la economía y las medidas tomadas para frenar el déficit presupuestario de repente y casi sin notar estamos observando una mejora drástica del déficit. En concreto, según las estimaciones publicadas del Congressional Budget Office se espera para el 2016 ya una mejora del déficit al 2,5 %. Al analizar la economía americana debemos por lo tanto hacer un profundo análisis de estos sectores, más aun cuando los variables claves como el dólar y el precio del petróleo han sufrido un cambio muy brusco en los últimos meses. A la vez debemos preguntarnos hasta qué grado es sostenible el dólar fuerte y el precio del petróleo bajo.

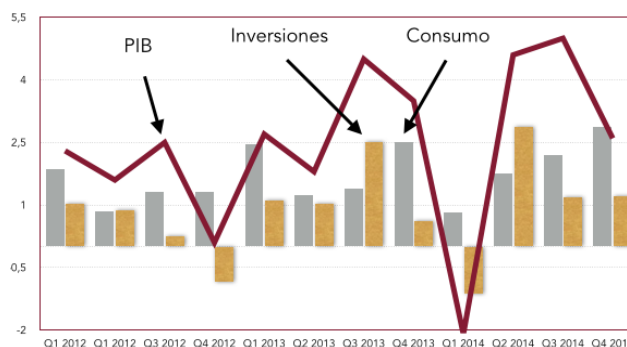
Cabe destacar que los sectores del automóvil y de la vivienda se siguen beneficiando a la vez de toda una serie de buenos datos: Por un lado el continuo aumento de la población pero también el aumento de los ingresos disponibles de los americanos debido a la bajada de la gasolina y el aumento del empleo. Por otro lado está claro que la bajada del precio del petróleo y la fortaleza del dólar impactan en las inversiones y reducen los beneficios de las empresas multinacionales y del sector energético. La fortaleza del dólar ya se hace notar en las exportaciones, es decir el PIB del cuarto trimestre muestra un aumento de las exportaciones y servicios de tan solo un 2 % cuando en los trimestres anteriores subió un 3,8 % y 3,9 %, respectivamente (tasas interanuales). Aunque el ritmo de crecimiento de esta forma ha acusado un descenso, un crecimiento del 2 % supone sin embargo una continuación del crecimiento global y esta

cifra no está acorde con el temor de un enfriamiento de la economía global. Sobre todo teniendo en cuenta que este incremento se ha producido durante tiempos difíciles debido a la fortaleza del dólar.

Mientras el descenso del ritmo de crecimiento de las exportaciones no es muy relevante para el total de la economía (dado el pequeño peso de este sector en el PIB), el impacto del descenso de las inversiones en bienes de equipo y los puestos de trabajo puede tener un efecto más notable. La lectura de la composición del PIB del cuarto trimestre sugiere que la economía americana tiene un impacto positivo sobre el resto del mundo ya que las importaciones subieron en el cuarto trimestre a una tasa anual del 5,7 % (acelerando del trimestre anterior de 3,5 %). Aunque ha subido de esta manera el déficit de la balanza comercial es un efecto positivo para los otros mercados que necesitan este estímulo.

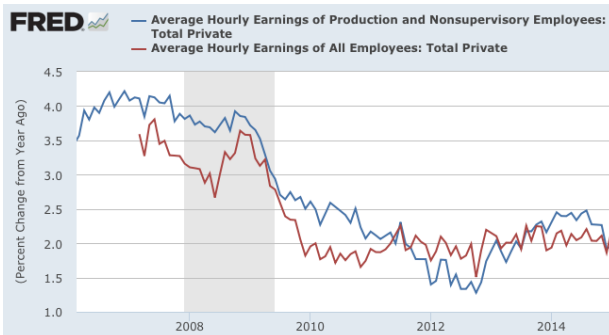
Un análisis de la composición del crecimiento del PIB en EE.UU. muestra que una gran parte se debe a las inversiones que a su vez se han beneficiado de las inversiones en el sector energético. Ellas están bajando y por ello es dudoso que EE.UU. puede mantener el ritmo de crecimiento porque no podemos esperar que el consumo acelere su ritmo de crecimiento mucho más (por cierto, la bajada del ritmo de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre se debe precisamente a la subida de las importaciones y la falta del sector público que contribuyó fuertemente el trimestre anterior). No obstante, la tendencia es positiva porque la economía sigue aumentando puestos de empleo (los datos del viernes pasado confirman además que se han revisado al alza los datos anteriores).

Composición del PIB en EE.UU. (sin sector exterior y sector público)



Pero quizá al menos la tendencia de los salarios no es tan preocupante para provocar un aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal como se ha discutido después de la publicación de estos datos. El pasado viernes el mercado se ha asustado por el inesperado alza de los salarios (la línea roja en el gráfico). Cuando analizamos este dato en el contexto de los meses anteriores, sin embargo, no se observa ninguna aceleración. Es más, este serie abarca todos los empleados, pero para una idea más idónea sobre la presión sobre los salarios es mejor analizar solo los empleados en pu-

estos no directivos. La serie azul recoge la evolución de los salarios en este grupo (que abarca el 80 % del total) y se ve que en este grupo no observamos un repunte muy fuerte de los salarios. Posiblemente el dato del viernes solo refleja que los directores recuperan „terreno perdido“ durante los meses anteriores.



En resumen, aunque el dólar y el petróleo cambian las reglas de juego en la economía americana, no debemos esperar grandes cambios en el entorno económico, pero sí en la composición del crecimiento. Sufren las exportaciones y las inversiones, y incluso puede sufrir el mercado laboral en los estados y sectores afectados. Como el consumo privado tiene un peso importante el impacto positivo en el consumo debe compensar los efectos negativos en otros sectores. La Reserva Federal va a vigilar sobre todo la evolución de los salarios. Como señalé en el párrafo anterior posiblemente los salarios todavía se mantienen dentro de la gama de lo aceptable. No obstante, el riesgo es un alza y la Federal Reserva no puede ignorar durante mucho tiempo una posible aceleración.

## Europa

La gran sorpresa ha sido el inicio del QE en Europa lanzado por Draghi. No tanto por el hecho sino por la magnitud que sobrepasa con creces las estimaciones. En todo caso, al menos en Alemania abundaban las críticas ya que hay y ha habido fuertes dudas si el estímulo monetario realmente llegue al sector real. Sorprende también el timing porque la economía europea ya se está beneficiando del dólar y del petróleo (qué hubiera hecho Draghi sin estos estímulos adicionales?). El QE viene por lo tanto en un momento cuando al menos las economías de Alemania y España van mejor y no necesitan de estímulos monetarios adicionales. Se teme que el QE puede tener el efecto contrario porque reduce el afán de los gobiernos de continuar con reformas estructurales. No obstante, aun sin el QE se está notando la mejora. Salta a la vista que mejoran las exportaciones debido al fuerte dólar (el caso clásico de España) pero es de igual importancia que el sector clave de los automóviles muestra por primera vez signos de vida (véase el siguiente gráfico). Creo que en este sector se va notando no solamente la bajada de los precios de la gasolina sino también un aumento de la confianza de los consumidores. Y por último puede influir el hecho que el

ahorro rinde poco y así se destina a la compra de un coche.

## Nuevas matrículas de coches en Europa



El mejor entorno económico en Europa se refleja también en la publicación del índice PMI de Markit que con el 52,6 se situó por encima de su dato precedente de 51,4. Subió incluso en Italia mientras en Francia mostró por noveno mes una desaceleración.

Ante este fondo de más estabilidad en Europa Grecia ya no puede hacer chantaje como antes. Un sondeo en Alemania del diario „Bild“ muestra que el 68 % de los alemanes está en contra de una quita y creo que en otros países tampoco se encuentran muchos ciudadanos en favor de tal medida. Sin reformas ni siquiera una quita resuelve los problemas, pero hace falta que este mensaje llegue también al ciudadano griego y sobre todo al gobierno.

## China

Los datos económicos confirman la deceleración del crecimiento. El importante indicador PMI que se publica cada primer día del mes ha bajado por sexto mes consecutivo y además se sitúa por primera vez desde más de un año por debajo de 50.

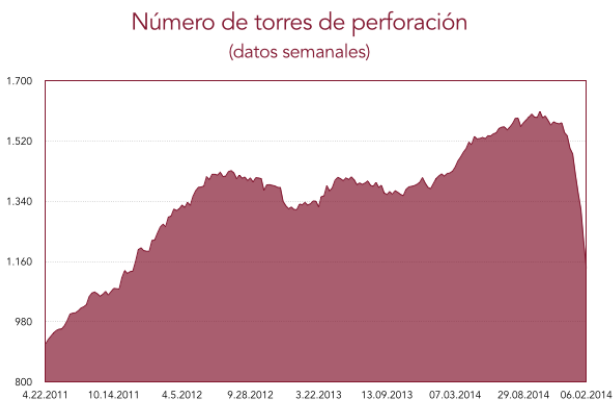
En las 70 ciudades para las que se publica mensualmente la evolución de precios de la vivienda los precios siguen bajando, pero a un ritmo menor. En Shenzhen se observó incluso un subida y es la primera vez en siete meses que los precios subieron en una ciudad. El sector de la vivienda explica un 15 % del PIB del país y la evolución de este sector es por lo tanto una clave. No obstante, al continuar el proceso de urbanización en China continua una demanda subyacente y por ello no esperamos un deterioro de este sector.

De especial importancia es la evolución del consumo privado que sigue creciendo a un ritmo elevado del 12 % y así muy por encima del PIB.

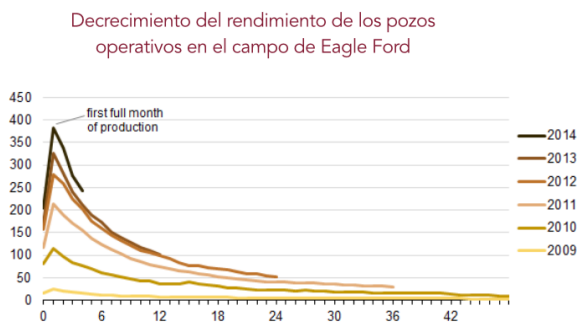
No obstante, la desaceleración del crecimiento es notable, pero se ve que el gobierno chino es consciente de ello y va tomando las medidas necesarias para contrarrestar una evolución indeseable.

## Petróleo

El catalizador para la fuerte subida del precio del petróleo ha sido el descenso del número de los torres de perforación el viernes hace una semana. Aunque el número de torres ya estaba bajando desde hace unas semanas (véase el gráfico abajo) el precio del petróleo reaccionó solo cuando se produjo por primera vez una bajada muy fuerte, en concreto 94 torres. Mientras tanto la producción en EE.UU. se encuentra todavía casi a sus máximos y suben igualmente las existencias. Por ello es probable que el precio del petróleo vuelva a bajar mientras se mantenga la sobreoferta. Desde el lado de la demanda los datos de China sugieren también que es prematuro esperar una mejora. No obstante, el fuerte descenso de los torres indica que no vamos a ver precios por debajo



de los 40 dólares como algunos analistas pensaban porque en algún momento el menor número de torres se traslada a los pozos operativos. Sabemos igualmente que la producción de un pozo pierde en el primer año alrededor de un 70 % de su producción (véase el gráfico abajo para más detalles).



## Estrategia del fondo

En enero aumentamos la RV inicialmente hasta un máximo de 60 %. Después de la fuerte subida de las bolsas bajamos la exposición a renta variable hasta el 34 % en este momento. A la falta de alternativas en RF y para evitar un aumento de las posiciones en moneda extranjera de la parte de la RF mantenemos actualmente

una posición puntual de liquidez alta que se asciende al 46 %. Consideramos que la subida de las bolsas no se ha acompañado por un mismo aumento de los beneficios, así que muchos valores los consideramos caros. Además, las bolsas parecen demasiado complacientes ante los diversos riesgos (que pueden ser de varias formas, geopolíticos, beneficios, o de otra índole que hoy no sabemos). Está claro que después de las fuertes subidas el mercado está más vulnerable a una corrección.

Redujimos también la exposición a renta fija ya que una parte estaba denominada en dólares (y otras monedas vinculadas al dólar) y después de la fuerte subida del dólar creemos más prudente reducir esta posición.

Aunque creemos que el dólar mantiene su apreciación a lo largo del año esta apreciación no va en línea recta ininterrumpida. Después del QE europeo las noticias „buenas“ están descontadas y es difícil por dónde puede venir un nuevo estímulo en el corto plazo cuando el mercado ya se ha posicionado para un alza. El aumento de las posiciones especulativas en los futuros y opciones sugiere que una buena parte ha sido de posiciones que buscan un beneficio a corto plazo.

## Evolución del fondo

El mes pasado el fondo ganó un 6,88 % y la buena evolución ha continuado los primeros días de febrero. A qué se debe esta alta rentabilidad en tan solo un mes? En primer lugar a las alzas en las bolsas en general pero también a la buena evolución de algunos valores principales como Hutchison Whampoa y Yara. Hutchison Whampoa subió en un día un 12 % cuando Li Ka Shing (el dueño y hombre más rico de Asia) decidió re-organizar la estructura de la empresa para aumentar el valor bursátil (que el consideraba que cotizaba con un descuento). Yara acusó una fuerte subida por la bajada del gas (su principal coste) y la subida del dólar. Se beneficiaron también valores que antes sufrieron bajadas excesivas como por ejemplo BASF y Union Pacific. Un buen comportamiento mostraron igualmente valores vinculados al consumo como Unilever y Henkel. Por último el fondo se benefició por la apreciación del franco suizo que afectó de forma muy positiva a Nestle y Roche.

La apreciación del dólar contribuyó igualmente por su impacto directo en la RV y RF y las monedas vinculadas al dólar.

## Perspectivas

En el corto plazo no esperamos un vuelta rápida a nuevos máximos ya que muchos valores se encuentran en territorio „caro“ y ante este fondo las bolsas son más vulnerables ante cualquier nuevo riesgo. De hecho, surgen de nuevo incertidumbres geopolíticas (Grecia y Ucrania) y la situación económica de muchos países emergentes tampoco da muchas razones para alegría.

Aunque el gobierno chino está tomando medidas para contrarrestar la disminución del ritmo de crecimiento, la

verdad es que las tasas de crecimiento van a descender. Un PMI por debajo del 50 manda un mensaje claro.

El entorno económico europeo muestra signos de estabilidad pero esta evolución parece que las bolsas ya lo han descontado. Ahora se trata de ver el impacto de la bajada del petróleo en los resultados empresariales.

En EE.UU. el último informe del mercado laboral ha disipado de nuevo los temores de un alza de tipos. Una lectura más detenida de la composición del PIB y del alza de los salarios deja también lugar para otra interpretación. Pero es más probable que los mercados interpretan los datos del lado fuerte y por ello es mejor mantener una posición cautelosa en la exposición a riesgos. Más aun cuando falta de repente el estímulo adicional del precio del petróleo.

A lo largo del año esperamos una continuación del alza de las bolsas porque la economía mundial sigue creciendo y ofrece oportunidades para empresas bien gestionadas y adecuadamente valoradas. Dejando al lado los problemas de Grecia la sorpresa puede ser que Europa vuelva a crecer más fuerte que los analistas pensaban. La presencia de tipos ultra-bajos o negativos sirve como incentivo de canalizar no solamente el ahorro a la renta variable sino también a la compra de productos duraderos. Como señalé arriba esta razón puede explicar el aumento de las matrículas en toda Europa. Un sector clave que puede generar incluso nuevos empleos.

Bad Homburg, 9 de febrero de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH