



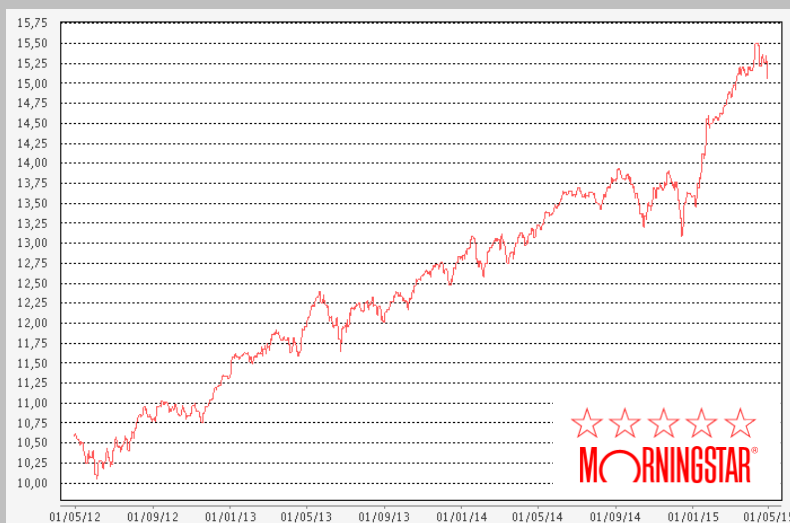
## Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor

### Diversificación por tipo de activo:

- 46 Valores de Renta Variable: 55 %
- 38 Valores de Renta Fija: 19 %
- Liquidez: 26 %

### Diversificación por Divisas:

- EUR: 59 %
- USD: 14 %
- CHF: 6 %
- GBP: 4 %
- NOK: 4 %
- CNY: 4 %
- MXN: 2 %
- ZAR: 2 %
- INR: 1 %
- Otros: 4 %



### Principales valores

- Roche: 4,3 %
- Allianz: 4,0 %
- Yara: 4,0 %
- IBM: 4,0 %
- BASF: 3,7 %
- BHP Billiton: 3,7 %
- BMW: 3,5 %
- Siemens: 3,3 %
- Intel: 2,5 %
- ABB: 1,7 %

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

- |                     |                |                   |
|---------------------|----------------|-------------------|
| • Alemania: 23 %    | • EE.UU.: 10 % | • Hongkong: 1 %   |
| • Inglaterra: 4 %   | • Suecia: 1 %  | • Suiza: 6 %      |
| • Países Bajos: 3 % | • Noruega: 4 % | • Sur Europa: 2 % |

## Informe de mercado - Abril de 2015

- El PIB en EE.UU. por debajo de las previsiones (invierno, mayor ahorro de los ciudadanos, dólar, petróleo, huelga de puertos)
- Confianza del consumidor en EE.UU. con fuerte bajada
- Sector automovilístico con nuevo vigor en EE.UU. el mes pasado
- Consumo en China por debajo de las previsiones
- Empleo en Alemania y salarios reales subiendo continuamente
- Producción del petróleo en EE.UU. cerca de los máximos

## General

El mes de abril la buena racha de las bolsas se quedó de repente parado porque coincidieron varios factores negativos. El detonante ha sido la economía en EE.UU. y los resultados empresariales que se quedaron afectados por la fortaleza del dólar y la bajada de los precios energéticos. Al principio los analistas pensaron que la debilidad de la economía americana sería algo pasajero debido al invierno frío. Conforme que salieron los primeros datos de abril quedó claro que no solo el clima afectó al crecimiento. El PIB publicado la semana pasada corroboró esta evaluación.

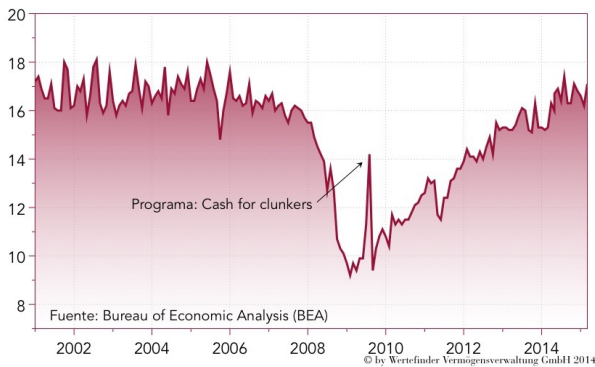
En Europa los indicadores salieron en su mayoría tal como previsto, pero no lograron dar un nuevo impulso a las bolsas, más aun cuando el tema del „Grexit“ estaba casi cada día en las portadas de la prensa y los resultados empresariales decepcionaron en algunos casos.

## Análisis macro-económico

### EE.UU.

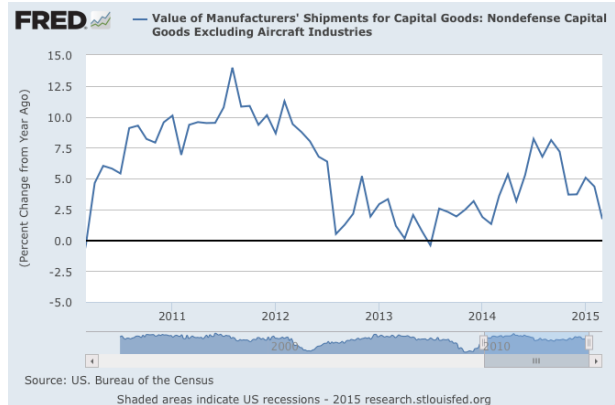
Quizá el dato más sorprendente de los indicadores americanos es la relativa debilidad del consumo. Ante el fondo de la bajada de los precios energéticos y la mejora del mercado laboral lo lógico era esperar una aceleración tal como ocurre por ejemplo en Alemania. Sin embargo, en vez de gastar la nueva „bonanza“ los americanos incrementan el ahorro. La debilidad del consumo

Ventas de automóviles en EE.UU.



quedó patente en la publicación de la confianza de los consumidores esta semana. Bajó bastante fuerte de un índice del 101,4 al 95,2. La razón se debe según el Conference Board tanto a la más reciente debilidad del mercado laboral y un sentido de inseguridad hacia el futuro a corto plazo („apprehension about the short-term outlook“). De hecho, la debilidad se nota no solamente en el consumo sino también en el mercado de la vivienda. El único sector clave que se está salvando es el de las ventas automovilísticas (véase el gráfico arriba) que experimentaron un nuevo alza (parece que aquí si se nota la bajada de la gasolina). Otro sector con una debilidad destacada son los bienes de equipo que ya desde hace algunos meses van disminuyendo (véase el gráfico aba-

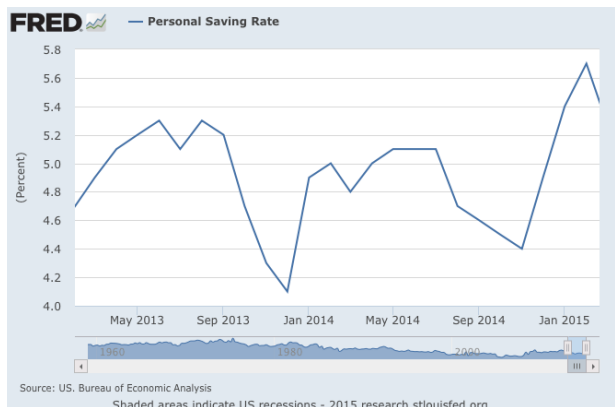
jo). Aquí se nota entre otras cosas la reducción de los presupuestos de las compañías petrolíferas.



En cuanto al mercado laboral creo que es el conjunto de un menor ritmo de los bienes de equipo (afectado por la bajada del precio del petróleo) y los efectos del invierno que afectaron a la creación del empleo.

En resumen, queda cada vez más claro que no solo el invierno sino también el dólar y la bajada del petróleo afectaron a la economía más de lo que se pensaba al principio. Los resultados empresariales del primer trimestre corroboran esta evaluación. Ante este fondo de datos débiles no sorprende que la primera estimación del PIB la semana pasada decepcionó. Sorprende más bien que el mercado (y el dólar) reaccionaron de forma tan brusca, porque los indicadores del primer trimestre ya presagiaron cierta debilidad.

No obstante, creemos que una vez que los efectos pasajeros del primer trimestre desaparezcan, la economía cobrará otra vez nueva fuerza. El consumidor tendrá más confianza cuando la economía se estabilice y es de suponer que hay una demanda no satisfecha como se comprueba con la fuerte subida del ahorro (véase el gráfico abajo para la evolución del ahorro).



Al final, las fuerzas subyacentes de la economía - población creciente y el desarrollo tecnológico - continúan y estimularán el crecimiento.

Ante este fondo la Reserva Federal („Fed“) no tendrá prisa ninguna para subir los tipos. La Reserva Federal

siempre ha señalado que basa su decisión en los datos. Y los datos sugieren que la Fed necesitará más confianza que el ritmo de crecimiento vuelva a subir de forma sostenible. Otro factor importante para la Fed es la evolución de los salarios. La teoría era que la disminución de la tasa de paro llevaría a una subida de los costes salariales. No obstante, la práctica muestra que aparte de algunas empresas como Walmart y McDonalds la gran mayoría de las empresas no está forzada a subir los salarios. Al menos los datos duros del pasado no lo confirman todavía.

## Europa

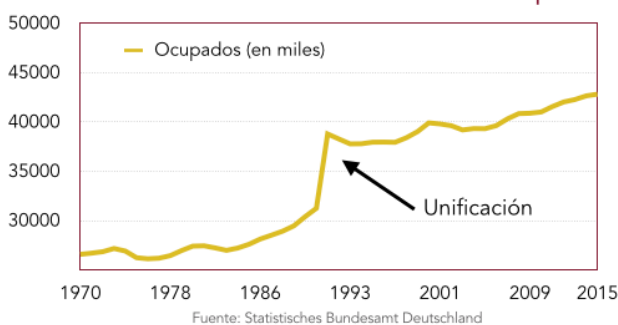
En su reciente intervención el presidente del BCE Draghi reiteró la necesidad de mantener el programa de compra de bonos. Aunque los datos económicos en Europa confirman una leve recuperación, Draghi defendió su postura de mantener el ritmo de compras.

Efectivamente, sobre todo en Alemania y España los datos van mejorando y se están aumentando casi cada mes los pronósticos del PIB para este año. Pero no nos engañemos, el mejor entorno económico solo se debe a los efectos temporales del petróleo y de la fortaleza del dólar. Estos estímulos van perdiendo fuerza en el curso del año.

El motor de crecimiento en Alemania este año será el consumo. No obstante, es algo atípico para Alemania que el consumo esté tan fuerte porque normalmente son las exportaciones y a su raíz las inversiones (muy parecido como en España) que empujan el crecimiento.

Del lado malo, las perspectivas en Alemania para las exportaciones no son muy optimistas ya que muchos de los mercados de exportación sufren una acusada debilidad (Brasil, Rusia) mientras que en China el ritmo de crecimiento va disminuyendo. Aunque la tasa del PIB en China disminuye de forma lenta y controlada esta desaceleración afecta de forma más acusada a las importaciones (la contrapartida de nuestras exportaciones; véase detalles en el apartado sobre China). Por ello muchos analistas temen que una vez que los efectos positivos

### Alemania: Fuerte aumento del empleo

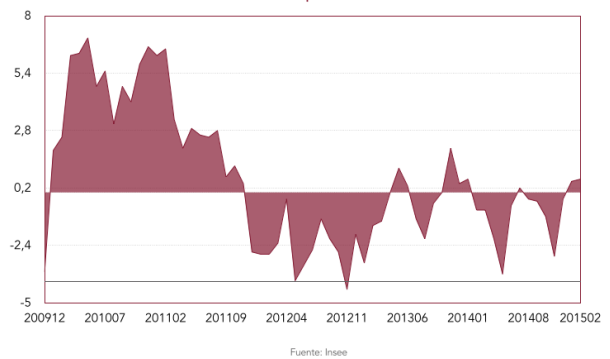


del consumo desaparezcán el crecimiento del PIB puede otra vez sufrir. Sin embargo, el mercado laboral mantiene un vigor fuerte (véase el gráfico arriba) y con la su-

bida de los salarios reales el consumo mantendrá un apoyo fuerte por este lado.

En el resto de los países europeos también se van notando los efectos positivos de la bajada del petróleo. Incluso en Francia se observa un pequeño incremento de la producción (véase gráfico abajo). Queda por ver hasta qué grado este desarrollo es sostenible ante la falta de reformas, sobre todo cuando los efectos positivos del dólar y de la bajada del precio del crudo desvanecen.

### Francia: Incremento de la producción (tasa interanual)

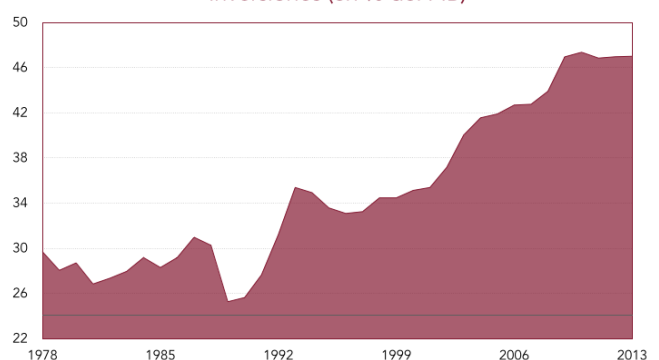


Aparte del empleo un problema en Europa sigue siendo el elevado nivel de la deuda, tanto privada como estatal. Mientras la deuda es un problema potencial porque hace las economías más vulnerables ante una subida de tipos ... hay también un lado positivo: Precisamente debido al elevado nivel el descenso de los tipos tiene un impacto positivo en el consumo y las inversiones de los hogares y de las empresas.

## China

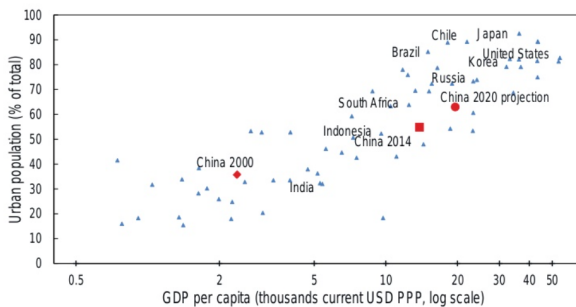
Los indicadores económicos en China confirman que la desaceleración continua. Es sobre todo el consumo privado que con una tasa interanual del 10,2 % (mes anterior: 10,7 %) ha decepcionado. El problema de China sigue siendo el elevado peso de las inversiones (véase el gráfico siguiente, preparado en base de datos del Anual Year Book 2014 del National Bureau of Statistics of China). Este sector tiene un peso mucho mayor que en otros países y refleja un desequilibrio en la economía, resultando de unas inversiones sobredimensionadas y no

### Inversiones (en % del PIB)



siempre eficientes. Después de la crisis del 2008 el capital abundaba en China y se destinó a la inversión en sectores poco productivos.

Cuáles son las perspectivas para China? Como señalé en otros informes uno de los motores de crecimiento de China es el proceso de urbanización. En el siguiente gráfico (proveniente del Banco Mundial) se aprecia que China ha incrementado el porcentaje de ciudadanos urbanos desde un 40 % al 50 %. No obstante, el grado de urbanización es demasiado bajo en relación con su



PIB. Por ello el gobierno ha reiterado ya hace unos meses que tiene previsto de subir este porcentaje por encima del 60 %. De continuar así, se necesitarán enormes inversiones en infraestructura que a su vez apoyarán el crecimiento. Hay que fortalecer igualmente el consumo y parece que la emergencia de una clase media favorece este desarrollo.

En resumen, mantenemos una perspectiva positiva para China, pero creemos que el ritmo de crecimiento continúa a bajar (coste de mano de obra, envejecimiento de la población, acceso al crédito más difícil, etc.). La desaceleración del crecimiento en China tiene consecuencias para el resto del mundo ya que el descenso de las importaciones afecta a las exportaciones del resto del mundo a China. De hecho, el descenso de las importaciones del 17 % en el primer trimestre (en relación al trimestre del año pasado) ha sido muy por encima de lo que se podría haber esperado juzgando tan solo por el descenso del consumo y la bajada de los precios de las materias primas.

## Petróleo

El precio del petróleo se ha recuperado fuertemente en abril. La razón ha sido fundamentalmente la esperanza de una reducción de la producción en vista del descenso acelerado de las torres de perforación. No obstante, con 9.373 barriles diarios la producción se mantiene a niveles cerca de los máximos (9.422 barriles alcanzado el 20 de marzo de 2015). Por lo tanto las existencias siguen subiendo. Como señalé en otros informes el descenso de los torres no se traslada inmediatamente en un descenso de la producción porque va aumentando la productividad de los torres existentes.

Como muestran los datos de la bolsa CFTC al menos los productores del petróleo tienen dudas en cuanto a una continuación de la subida de los precios: La semana

pasada rebajaron sus posiciones largas y aumentaron las posiciones cortas. En total la posición neta corta de ellos se quedó en 177.831 contratos de 1.000 barriles (un aumento de 19.212 contratos).

## Estrategia del fondo

En abril mantuvimos la exposición a renta variable alrededor del 55 %, es decir casi sin cambios. Invertimos la nueva liquidez en valores que el mercado había en nuestra opinión castigado demasiado y en valores de renta fija para mantener la relación entre los distintos grupos de activos. Entre los valores castigados se encuentra Elring Klinger (un proveedor alemán para coches) que después de publicar resultados perdió más de un 10 %. Una bajada excesiva juzgando por su valoración moderada y el potencial de crecimiento.

## Evolución del fondo

El mes pasado el fondo sufrió una bajada a cierre de abril del 1,28 % y con ello la rentabilidad para 2015 quedó en el 10,2 %. Este resultado se debe a la bajada de los mercados en general, pero también al mal comportamiento de algunos valores individuales y la bajada del dólar.

¿Cuáles han sido las empresas con mejor y peor comportamiento en la cartera?

Entre los valores grandes destaca el descenso de BASF, BMW, Allianz y Henkel (en parte una toma de beneficios después de subidas fuertes los meses anteriores). En el lado positivo se encuentran BHP Billiton y Hutchison Whampoa. Entre los medianos/pequeños valores destacan los descensos de Aalberts, Alfa Laval, Drägerwerk, Elring Klinger, KSB y SKF (Elring Klinger y Drägerwerk decepcionaron con sus resultados aunque las ventas muestran una dinámica positiva).

Entre los valores americanos destaca el buen comportamiento de IBM y Intel, mientras todos los demás acusaron pérdidas (en parte por el impacto del dólar y una cierta debilidad de ventas por el peor entorno en el primer trimestre).

La debilidad del dólar (que bajó casi un 4 %) ha tenido un impacto negativo en la rentabilidad de la cartera.

## Perspectivas

El débil PIB en EE.UU. ha provocado un susto en los mercados. Sobre todo el dólar sufrió una bajada muy fuerte y ante la salida de activos americanos incluso los tipos de interés acusaron una fuerte subida.

No obstante, una vez que queda claro que el entorno económico en EE.UU. es mejor de lo que se pensaba el dólar va a resumir su ascenso. Creo que en el corto plazo el diferencial de los tipos actuó otra vez como factor positivo para el dólar. A medio plazo hay al menos dos factores que juegan en favor del dólar:

- la dinámica positiva de la población
- la mayor competitividad de las empresas debido a los costes energéticos (detalles en uno de los próximos informes)

Por ello mantenemos una posición moderada en el dólar, proviniendo de la renta variable y renta fija (que además ofrece tipos mucho más atractivos).

En canto al PIB, es realmente tan preocupante el descenso del PIB? Por los motivos mencionados en los apartados anteriores, creo que no. En la medida que los factores negativos van perdiendo fuerza los motores de crecimiento surgen otra vez a la superficie. Por el otro lado, el entorno tampoco es tan positivo para esperar una subida de tipos en breve, y cualquier espera de la Reserva Federal es positivo para las bolsas.

Otro factor en favor de las bolsas son los programas de compras de acciones de las compañías americanas. Con el afán de subir los beneficios por acción y ante la falta de proyectos más rentables muchas empresas destinan gran parte de su flujo de caja a la compra de sus propias acciones. Una practica criticada por muchos analistas, pero una de las razones principales detrás de las subidas de la bolsa americana. El flujo de caja generada por las empresas americanas sugiere que los „share buybacks“ mantendrán su ritmo y por ello la bolsa americana recibirá un impulso adicional.

Bad Homburg, 4 de mayo de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH