

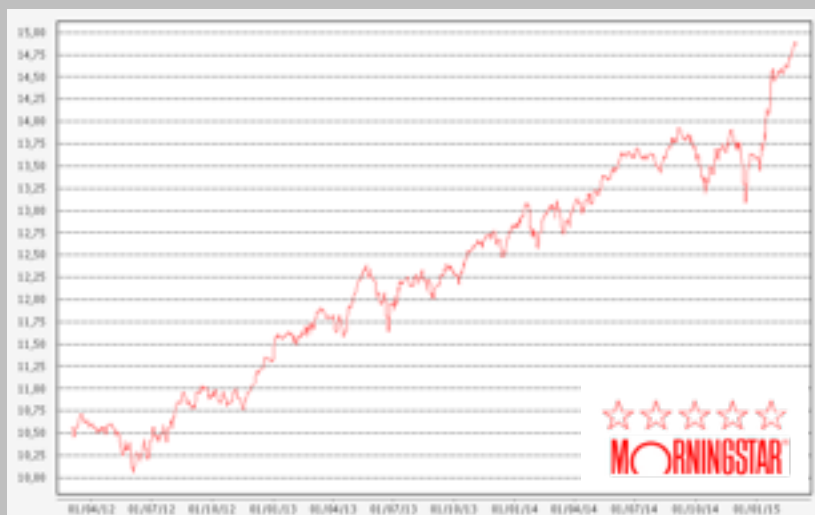
Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor

Diversificación por tipo de activo:

- 44 Valores de Renta Variable: 50 %
- 35 Valores de Renta Fija: 25 %
- Liquidez: 25 %

Diversificación por Divisas:

- EUR: 65 %
- GBP: 3 %
- SEK: 2 %
- USD: 13 %
- NOK: 2 %
- CNY: 5 %
- MEX: 3 %
- ZAR: 2 %
- Otros: 5 %



Principales valores

- Allianz 5,4 %
- BASF: 5,2 %
- Siemens 4,4 %
- IBM 4,3 %
- BMW 3,8 %
- Roche 3,7 %
- BHP Billiton: 3,3 %
- Yara 2,3 %
- Aalberts 2 %
- SAP 1,9 %

Composición por países renta variable (cifras aproximadas):

- |                   |                |                        |
|-------------------|----------------|------------------------|
| • Alemania: 24 %  | • EE.UU.: 8 %  | • Hongkong: 2 %        |
| • Inglaterra: 3 % | • Suecia: 2 %  | • Suiza: 3 %           |
| • España: 1 %     | • Noruega: 2 % | • Italia/Portugal: 2 % |

## Informe de mercado - Febrero de 2015

- El PMI frena su descenso de seis meses consecutivos al subir débilmente
- Las importaciones lastran el crecimiento americano
- Coches y vivienda en EE.UU. sin vigor
- Alemania y España lideran el crecimiento en Europa
- Sube por segundo mes el número de matriculaciones de coches en Europa
- La producción del petróleo con nuevos máximos

## General

Después de las fuertes subidas de las bolsas en enero lo lógico era esperar alguna corrección. Motivos para una posible corrección había muchos ..., Grecia, Ucrania, etc. No ha ocurrido porque al final ni se han producido los disturbios ni ha habido motivos económicos para deshacerse de la renta variable. Al final los inversores miraban más allá de la inmediata incertidumbre geopolítica y económica. Aprecian el atractivo de la renta variable en un entorno económico que no es del todo tan mal. Además, la falta de alternativas dificulta salir de la renta variable durante mucho tiempo.

De cara al futuro, la sorpresa puede ser que la economía europea es más fuerte de lo que pensaba Draghi cuando inició el QE. La otra sorpresa puede ser que la Reserva Federal suba los tipos más tarde de lo que los analistas descuentan. En este informe quisiera por lo tanto resaltar los argumentos que subrayan mi opinión.

## Análisis macro-económico

### EE.UU.

Después de la publicación de los datos sobre el mercado laboral a principios de febrero los analistas ya estaban decididos que la Reserva Federal iba a subir los tipos sin falta a mediados de este año. En consecuencia los tipos a 10 años alcanzaron un máximo del 2,12 %. No obstante, en las últimas semanas algo ha cambiado y los analistas ya no están tan seguros sobre la fecha de la primera subida de tipos. El cambio de sentimiento fue



motivado por una serie de datos menos fuertes y la intervención de la presidenta de la Reserva Federal Yellen que no apuntaba a mucha prisa en subir los tipos. Por otro lado algunos miembros de la Reserva Federal han declarado recientemente que prefieren una subida antes que tarde.

Efectivamente, los datos económicos han sido mixtos recientemente. Como vemos en el gráfico arriba es sobre todo el mercado de la vivienda que muestra una dinámica más débil.

Dentro de este sector se observa también un cambio hacia las viviendas de alquiler. Muchos americanos no se pueden permitir la compra de una casa y prefieren el alquiler. En consecuencia suben los alquileres, muy por encima del índice de precios de consumo. Otra causa de la preferencia del alquiler es el mayor número de „singles“ en la población americana. No obstante, esperamos que el sector de la vivienda mantiene su vigor porque el crecimiento de la población igual que la mejora del empleo actúan como un estímulo fuerte.

El otro sector clave, el del automóvil, muestra también un menor ritmo de crecimiento. También en este caso esperamos la vuelta a tasas de crecimiento mayores porque hay una serie de factores que favorecen la compra de un coche: Población, acceso al crédito, precio de la gasolina, antigüedad.

Aunque la fortaleza del dólar afecta a las exportaciones el peso de este sector no es muy alto y por ello no impacta mucho sobre el crecimiento del PIB. Más importante será el impacto de la bajada del precio del crudo sobre las inversiones. Muchas compañías del sector energético ya han anunciado que recortan sus inversiones pero faltan datos coherentes para evaluar su impacto.

Al final es el sector del consumo el que determina el crecimiento y el empleo (véase el gráfico abajo para el desglose de la contribución al crecimiento; se ve que las exportaciones netas restan crecimiento el último trimestre). Y mientras el consumo mantiene su vigor por el buen empleo y los bajos precios energéticos no cabe esperar un cambio. Únicamente los salarios se muestran reacios en subir pero es de esperar que tarde o temprano la falta de mano de obra lleva a una mejora (que a su vez sería un impulso adicional para el consumo).

En resumen, aunque algunos indicadores económicos han sido más flojos de lo que se esperaba, el rumbo de la economía americana es al alza y ante un mercado laboral fuerte la Reserva Federal subirá los tipos tarde o temprano.



## Europa

Después del anuncio del QE („quantitative easing“) por el BCE, incluso el ciudadano menos enterado de temas económicos debió pensar que Europa atraviesa una cri-

sis profunda. No cabe duda que hay una crisis y las deudas y tasas altas de desempleo lo ponen en evidencia. No obstante, es dudoso si la crisis realmente requiere un arma tan potente como el QE. Y menos cuando muchos indicadores ya apuntan al alza. Se trata de que se están notando los efectos positivos de la bajada del precio del petróleo y de los tipos bajos sobre el consumo. El caso más evidente es Alemania donde el consumo está impulsado además por el aumento del empleo y la subida de los salarios reales. La semana pasada el sindicato IG Metall en Baviera (que agrupa los trabajadores metalúrgicos) ha logrado un aumento salarial del 3,4 % para el año 2015. Es casi seguro que este acuerdo sea un referente para otros sindicatos y para todo el sector metalúrgico. De esta forma los salarios reales suben casi un 3 % y con ello termina una era de moderación salarial. Durante muchos años se ha criticado Alemania porque el consumo era tan débil. Ahora ocurre todo lo contrario y el consumo se presenta como la fuerza más potente en el PIB. Se mantienen fuertes también los sectores de la construcción (en parte debido a los inmigrantes) y la inversión. Los empresarios alemanes notan los efectos positivos por dos lados y se espera una influencia positiva en la inversión: Por un lado se benefician de costes menores y por otro lado se benefician de una mayor demanda de otros países importadores del petróleo. En resumen, Alemania asume otra vez el papel de la locomotora en Europa (de los efectos a medio y largo plazo sobre la competitividad de Alemania hay que hablar en otro momento pero en este momento la política va en buena dirección).

En Francia el gobierno intenta sin grandes éxitos la introducción de varias reformas. El último intento en relación a un relajamiento de ciertas medidas en el sector de servicios lo ha empujado fuera del parlamento para evitar un posible derrote. Aun así al menos el año pasado la relación entre la creación de nuevas empresas (línea azul en el siguiente gráfico) y el cierre de empresas (línea roja) ha mejorado. La economía francesa se beneficia igual que el resto de Europa de los efectos positivos de la debilidad del euro y la bajada de los precios del petróleo.



Otro indicador positivo en Francia es el número de patentes. Aunque la cifra de 12873 nuevos patentes en 2014 es muy inferior a la cifra alemana de 31647, el número de patentes subió un 4 % (mientras la alemana bajó un 0,8 % como la prensa francesa notó con agrado). Por cierto, en España se han registrado 2485 nuevos patentes, un descenso del 2,1 %.

## China

Los datos económicos confirman la deceleración del crecimiento. El importante indicador PMI que se publica cada primer día del mes se encuentra todavía por debajo de 50. No obstante, después de seis bajadas consecutivas ha subido por primera vez ligeramente del 49,8 al 49,9.

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 (véase el gráfico abajo).

Se observa cierta debilidad también en el otro sector clave, el de los automóviles, que muestra una de las tasas más bajas dentro del grupo del consumo. Aparte de los coches, el consumo privado mantiene su vigor y



crece a un ritmo del 12 % anual. Ante este fondo no sorprende que el Banco Chino ha bajado recientemente otra vez los tipos de interés. Se confirma así nuestra evaluación que las autoridades chinas hacen todo lo posible para contrarrestar una caída libre del crecimiento económico.

En el mes de febrero se ha celebrado el Nuevo Año chino y por el menor número de días laborables todos los indicadores suelen tender a la baja. Este fenómeno ocurre cada año y hay que interpretar los indicadores de febrero de forma más cautelosa. No obstante, los mercados lo interpretan muchas veces mal y reaccionan con fuertes bajadas después de la publicación de los datos claves.

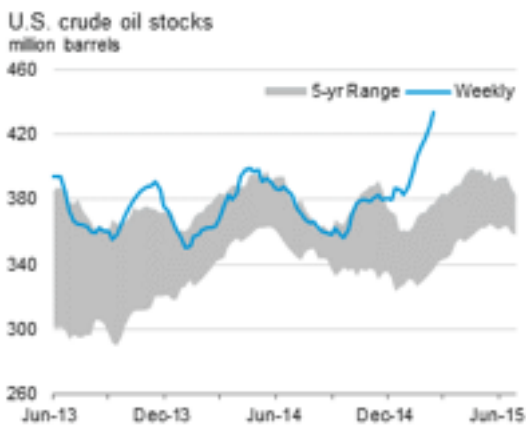
## Petróleo

Después de la fuerte subida del precio del petróleo se ha vuelto a precios más bajos. El motivo por la reciente bajada ha sido un nuevo récord de las existencias del crudo en EE.UU.. La producción ha igualmente alcanzado un nuevo récord. Es por lo tanto prematuro pensar que el mero descenso de las torres de perforación lleva a una disminución de la oferta (véase el gráfico abajo que muestra la evolución del número de torres). Son las torres menos productivas que se quitan y por ello se explica que el descenso de torres todavía no ha afectado a la producción. Más bien existe el riesgo que en algún momento falta almacenamiento para absorber



la sobreoferta. Hasta ahora una parte se está almacenando sobre buques, pero este tipo de almacenamiento tiene una capacidad limitada y los costes van subiendo.

Sigo pensando que mientras la sobreoferta del petróleo en el mercado subsiste los precios del crudo se mantienen bajos. Quizá el mejor indicador para evaluar la oferta son las existencias del crudo en EE.UU. (véase el gráfico abajo) que muestran que los niveles actuales se encuentran muy por encima de la media de los últimos 5 años.



## Estrategia del fondo

En febrero bajamos la RV temporalmente hasta un 40 %. Ante el riesgo del „Grexit“ y la incertidumbre en Ucrania consideramos mantener una posición más cautelosa (también considerando que algunos valores entraron en territorio „caro“). Entretanto volvimos a subir la exposición de la RV a un 50 %, invirtiendo también en valores más pequeños que tenían una valoración más adecuada.

En renta fija aprovechamos un aumento de tipos en EE.UU. para aumentar moderadamente la cuota de RF en bonos con una duración a 5 años. Continuamos a pensar que el dólar tiene potencial para una apreciación, aunque creemos que esta evolución se produce de forma mucho más lenta que los últimos meses.

## Evolución del fondo

El mes pasado el fondo ganó un 2,5 % y así ha continuado la buena evolución de enero. La rentabilidad en lo que va de año asciende al 9,64 %. A qué se debe la buena rentabilidad en febrero? Aparte de la buena evolución de las bolsas en general impactaron los siguientes valores de forma positiva: Entre los valores principales subieron más de la media BMW, Unilever, BASF, Rolls Royce, Yara, Henkel y SAP, entre los valores medianos destaca el buen comportamiento de KSB, Aalberts y SKF. Entre los pequeños destaca Isra Vision con un incremento del 20 %. Indra, Fuchs Petrolub y Init se comportaron peor que el mercado. Los valores americanos han tenido una aportación positiva pero en línea con el mercado.

La renta fija y el dólar han tenido un efecto ligeramente positivo sobre la rentabilidad.

## Perspectivas

Hasta hace pocas semanas el escenario principal para los mercados ha sido la idea de una economía fuerte americana y una economía europea en crisis. Sin embargo, los últimos datos ponen de evidencia que este escenario va cambiando ...., es decir, la economía americana pierde fuerza (véase la evolución de automóviles, vivienda y inversiones en el sector energético) mientras que en Europa observamos una mejora. Ya no es solo Alemania que muestra datos fuertes del consumo, sino se alían otros países, en primer lugar España. No obstante, Francia y Italia acabarán también beneficiándose del entorno positivo creado por el dólar fuerte y los tipos bajos. La duda es si saben utilizar esta bonanza para reducir su deuda y emprender reformas.

Con los mercados a máximos históricos la pregunta evidente es si hay todavía potencial para más subidas. La respuesta es que si, ya que muchos valores europeos ofrecen unos rendimientos por dividendo muy por encima de la deuda, y además estos dividendos están creciendo. La valoración no es excesiva, más aun cuando se tienen en cuenta los tipos ultra-bajos de interés. En cuanto a mercados mantenemos nuestra preferencia para los mercados europeos.

Bad Homburg, 3 de marzo de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH