

Estimado partícipe,

Vamos a intentar explicar que es lo que ha pasado éste año y que es lo previsto de cara al año que viene, ya que estamos viviendo economías de diferentes velocidades.

Esta semana hemos visto una caída del petróleo del 12% llevando el precio a niveles del 2008; muy bueno para las economías importadoras netas, como la europea y en mayor medida la española, lo que mejorara el impacto económico pero malo para las bolsas en el corto plazo y para los bonos de las petroleras.

Llevamos también 9 días de caídas consecutivas de la bolsa española, no visto desde el 2011; por lo que hemos incrementado éste jueves y viernes la exposición al 24% en renta variable, para bajarla en cuánto superemos el 10.000 (15% vía índice a 9700 de IBEX, 9% vía acciones siendo BBVA un 5% a 7,56 ,Caixa a 3,54 y BME A 32,5 como principales posiciones).

El fondo tiene una rentabilidad por cupón, a los precios actuales de un 7,6%. Es decir, si no se mueve el precio de los bonos tendríamos un 7,6% anual, no por ser de alto riesgo sino por la caída sufrida en precio.

La última caída viene del movimiento brusco del índice de bonos de un 4,6%, de las bolsas un 6,5% en dos semanas, y del dólar de un 5% desde los mínimos de hace 10 días. Momento en el que hemos aprovechado para tomar posiciones, sin perjuicio de que pueda seguir cayendo algo más.

La exposición a dólar de un 32% de la cartera ha estado cubierta hasta ahora. En éstos 10 días que ha caído el dólar un 5%, hemos ido deshaciendo a 1,07, a 1,085 y a 1,095 y nos hemos quitado prácticamente el 75% de la cobertura y no pensamos quitar ese 25% por si sigue bajando hacia el 1,12, pero la apuesta es a la paridad. El motivo de tener dólar venía de atrás y porque los bonos en dólares han descontado ya gran parte de la subida de tipos, ya que pagan el 4% la mayor parte de ellos, algo impensable en Europa; por eso hemos mantenido los bonos y cubierto la divisa vía futuros de dólar.

Las valoraciones de los bonos a precios actuales nos han restado en el año un 12% del valor liquidativo y la bolsa un 1%, en total un 13%, estando valorados en precio actualmente en el valor liquidativo del fondo con la caída del 2,2% en el año que llevamos desde Enero.

Los bonos que más nos han restado han sido:

- Bono Repsol con Tir del 6,7%, ha caído un 12% nos ha supuesto un 0.8% de rentabilidad.
- Bonos telefónica con Tir del 5,52% han caído un 9% en el año, nos ha restado un 2% en el año.
- Bonos soberanos Portugal con Tir del 3,57% y ha caído un 10% en el año, nos ha restado un 0,7%
- Deutsche Bank con Tir del 7,42% ha caído un 10%, nos ha restado un 0,5%
- Petrobras con Tir del 9%, ha caído un 14% y nos ha restado un 0,7%

- Bono Portugal Telecom ha caído un 45%, ha restado otro 1%
- Acciones y futuros ligados al Ibex que han caído de media un 4% a precios de 9,630; de Ibex ha supuesto otro 0,6%

Esta desglose supone un 50% del valor de la cartera concentrado en 15 referencias, con mayor peso en Telefónica, Repsol y soberanos, y nos ha supuesto de 50 referencias existentes, que 8 de ellas han arrastrado a la baja la rentabilidad en un 6,3%.

Analizamos los motivos,

Los bonos de Telefónica se ven influenciados por la evolución en bolsa, pero con una Tir del 5,5% y riesgo único de quiebra del valor, con tipos de interés negativos en duraciones inferiores a los 6 años, no tiene sentido esa infravaloración en precio.

Los bonos de Repsol y Petrobras, se ven claramente influenciados por el bajo precio del petróleo y de las acciones, pero a medida que va acercando el vencimiento irán subiendo hacia el precio de nominal, y el cupón corrido es constante.

Los bonos de Deutsche Bank, Hsbc, Credit Suisse, Societe Generale, Credit agricole, son bonos que no pueden dejar de pagar aunque toquen el dividendo al accionista, siendo los bancos con mayor core capital por encima del 12 %.

Si no hubieran caído el valor principal de los bonos estaríamos en un 10,3% de rentabilidad anual, aspecto que sucederá a vencimiento, sumando los cupones pagaderos anualmente teniendo una duración modificada de la cartera de 5,6 años, y rating medio BBB.

CONCLUSIONES

Este año hemos vivido episodios de volatilidad, algunos impulsados por los bancos centrales, otros por la inestabilidad en Rusia y Ucrania en Diciembre del 2014; en Grecia, por los continuos regateos del gobierno griego; el enfriamiento de la economía china; la inestabilidad de las divisas emergentes, con caídas del 50%; caída de las materias primas de otro 50%; volatilidad del euro dólar; inestabilidad geopolítica continua y caídas de las bolsas no vistas desde el 2007.

Con éste escenario, hay muchos activos a precios mínimos, muchos por debajo de su valor contable y que ya se han visto castigados como los bonos high yield en dólar (con cobertura de divisa) y en menor medida los bonos europeos y las bolsas europeas, por delante de la bolsa americana.

Los emergentes, se darán la vuelta de forma muy rápida ya que no pueden estar en éstas valoraciones mucho tiempo, de ahí también el cuidado de la Fed americana en no subir tipos para no provocar una huida de dólares hacia Estados Unidos, lo que perjudicaría la financiación de los países emergentes y la apreciación del dólar que rebaja crecimiento a los americanos.

Grafico 1 (RENTABILIDAD BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS)

Las rentabilidades de los bonos soberanos de Europa EMEA con vencimiento a 10 años es muy baja siendo el más rentable Rusia y Grecia (bonos que no hemos tocado) y Alemania y República Checa los que menos (bonos que tampoco hemos tocado).

Los bonos periféricos, Italia, España, y Portugal, son los únicos que pueden estrechar y subir en precio a lo largo del 2016 en plazos a 6 años hasta el 15 años, ya que por debajo tendríamos que pagar para comprarlos al tener rentabilidad negativa.

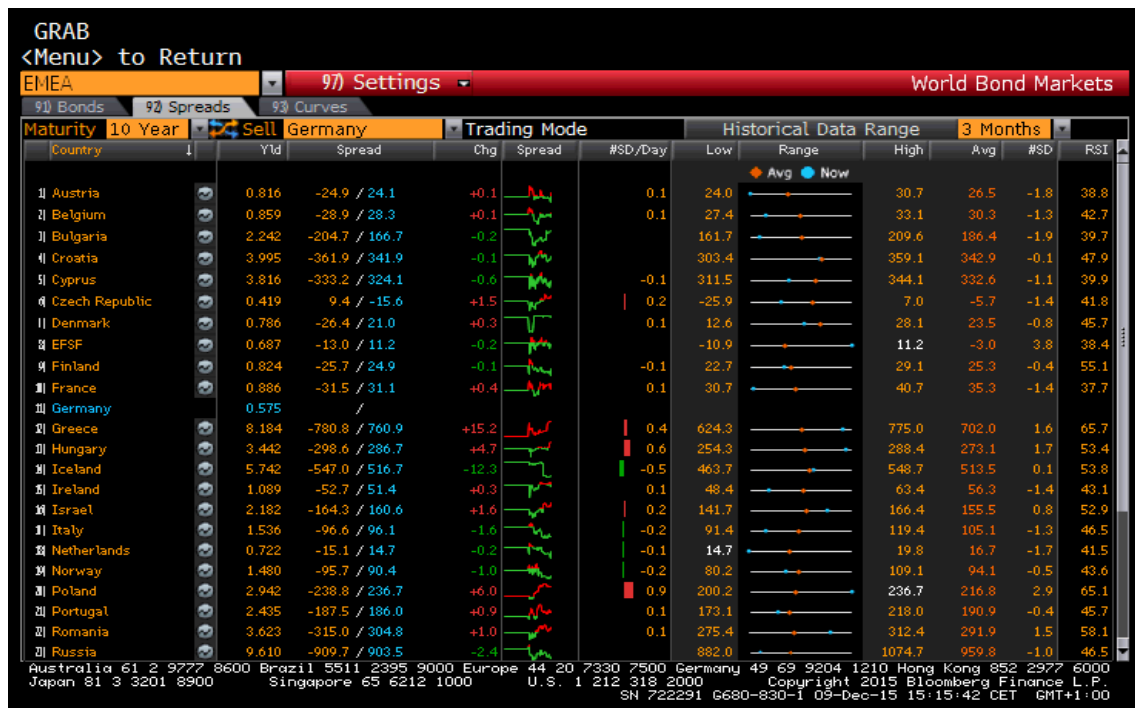


Grafico 2 (EVOLUCION BONO ESPAÑOL E ITALIANO 10 AÑOS)

El bono español en el año lleva un -0,57% y el bono italiano a 10 años un +1,55%, pero desde los máximos a los mínimos han caído un 10% (aunque en el 30 años han llegado hasta el 20% de caída) y, aunque han recuperado, siguen un 4% por debajo de los máximos.

Sufriendo una volatilidad muy elevada por los mensajes contradictorios mes a mes (ahora hay inflación, ahora no hay crecimiento, ahora hay deflación etc...).

Este año ha sido complicado debido a la fuerte subida de todos los activos hasta Marzo, de un 8%; y con el anuncio de recompra de activos europeos por parte del BCE se produjo el efecto contrario y empezó a bajar los precios de la bolsa y renta fija. Poco después se juntó la posible quiebra de Grecia que nos llevó, hasta el mes de Julio, y en el mes de Agosto, por el bajo volumen negociado y el frenazo de China, a mínimos nuevamente los activos.



Grafico 3 (CURVA BONO ALEMÁN)

Como se puede observar un bono alemán a 5 años nos cuesta un $-0,008\%$ y el 6 años nos paga 0% , por ello hay que buscar no sólo seguridad sino rentabilidad, ya que el peligro de éstos bonos es precisamente la probable caída en precio al estar al 0% de rentabilidad, por lo que nos fuerza a buscar emisores que tengan valor.



Grafico 4 (IBEX 35)

La bolsa española en dos años lleva un -6,59%, principalmente ocasionado por la exposición a los países emergentes, a través de los cuales invierten los gestores extranjeros. Los países emergentes han castigado fuertemente las cotizaciones de las empresas españolas, también lo han hecho las emisiones de deuda, pero deberán rebotar fuertemente ya que las divisas brasileña y mexicana están en mínimos de 14 años con una caída del 50%.

Las bolsas en estos países han sufrido en 5 años una caída del 40%, por lo que para un americano o europeo invertir en éstos países es hasta un 70-90% más barato que en el 2010.

La competitividad de éstos países está subiendo muy rápido por la gran devaluación de sus divisas, y el peor escenario está ya en precio.



Grafico 5 (IBEX/EUROSTOXX/SP500)

Como se puede observar, el Ibex y el Eurostoxx, replican lo que hace el Standard and Poors, pero éste índice desde el año 2013 se ha desmarcado al alza de los índices europeos, lo que da que pensar sobre dos aspectos:

1) Si cae el índice americano, por mejores perspectivas que tengamos en Europa se va a ver afectado igualmente.

2) Parte de la mejor evolución del índice americano viene por las propias compras de autocartera de las empresas que se han endeudado para comprar sus propias acciones al tener una economía muy endeudada y más débil de lo que parece. Este índice está en máximos históricos.

Por éste motivo aunque el activo natural a invertir ante bajos tipos de interés es la bolsa, tiene un potencial alcista bastante limitado y con mucha volatilidad.



Gráfico 6 (Euro/Dólar)

El dólar lo hemos empezado a cubrir ante el temor a bajadas y como vemos que cada vez que toca el 1,05 se da la vuelta, viendo movimientos desde el 1,05-1,17 del mes de Agosto, por lo que ha sido una variable una vez más, muy volátil al oscilar hasta un 11,5% desde máximos a mínimos.

Este mes cuando todo el mundo hablaba de la paridad ha vuelto a caer un 5% en 10 días, lo que complica mucho tener menor volatilidad.



Feliz Navidad.