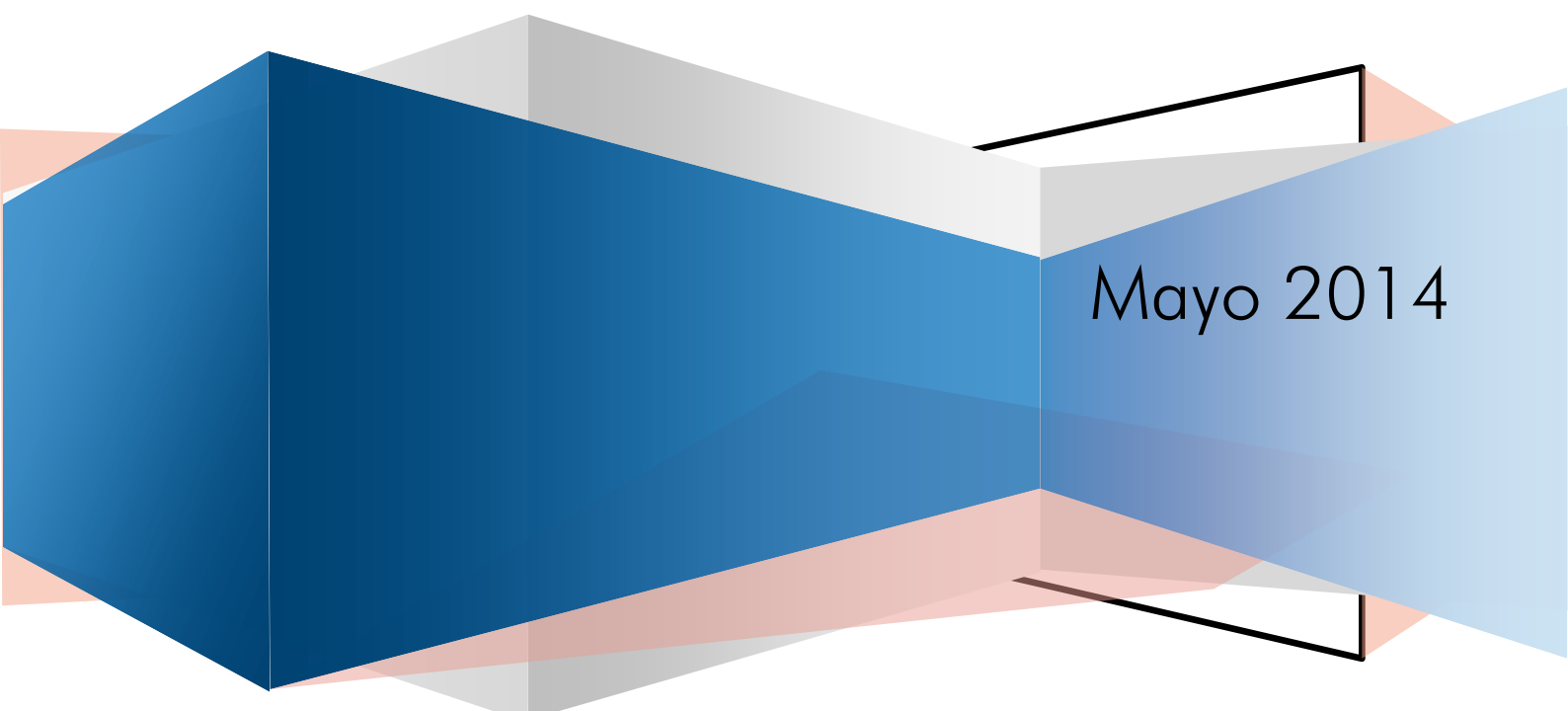


SERVICIO PREMIUM

Mayo 2014



Mayo 2014

INTRODUCCIÓN AL INFORME

“La planificación a largo plazo no es pensar en decisiones futuras, sino en el futuro de las decisiones presentes”

(P. Drucker)

Nos complace presentarles una nueva edición del Servicio Premium, donde tratamos de plasmar sobre el papel nuestra visión general de la economía y al mismo tiempo buscar alternativas de inversión interesantes, que despierten en el lector curiosidad y positivismo. Como bien es sabido, en economía no todo es blanco o negro y normalmente existen opciones de inversión, pero es importante realizar un buen análisis, tanto del potencial de rentabilidad como de los riesgos que se asumen. De este modo, con la edición del mes de mayo, queremos presentarles nuestras carteras modelo de renta variable, renta fija y fondos de inversión, bajo un enfoque analítico pero intentado que las descripciones sean lo más claras posibles. Evaluamos también una nueva categoría de fondos de inversión y dos sectores actualmente pujantes de renta variable. En nuestro intento de mejora, les invitamos a que colaboren con nosotros dando sus opiniones sobre el Servicio Premium de Aspain 11 Asesores Financieros EAFI, que sin duda serán un valor añadido y nos harán perfeccionar la forma de exponer nuestra la visión independiente sobre los mercados para acercarnos más a nuestros lectores.

Muchas gracias por su confianza y esperamos que disfruten de esta nueva edición.

Contenido

INTRODUCCIÓN AL INFORME	2
RESUMEN MENSUAL.....	4
EVOLUCIÓN DE MERCADOS.....	6
Evolución de Europa	6
Evolución de Estados Unidos.....	7
Evolución de emergentes	8
CARTERAS MODELO	9
Renta Variable EEUU.....	9
Renta Variable Europa.....	11
Fondos de Inversión	13
Renta Fija	14
ANÁLISIS DEL MES	16
CALENDARIO.....	18

RESUMEN MENSUAL

Comenzamos el mes de mayo continuando con la tónica general de abril, donde las tensiones entre Rusia y Ucrania siguen generando incertidumbre en los mercados financieros. Lejos de haberse resuelto el conflicto, el presidente ruso Vladimir Putin ha cambiado de estrategia sugiriendo un aplazamiento de la consulta separatista y apoyando las elecciones en Ucrania. La UE y principalmente EEUU, están presionando a Rusia para resolver el conflicto de forma pacífica, advirtiendo de la posibilidad de aplicar sanciones que afectarían al comercio entre ambas regiones y como consecuencia traería volatilidad a los mercados por un deterioro de las expectativas económicas.

La UE está dando pasos importantes asentando las bases para resolver futuras crisis bancarias. La creación del Mecanismo Único de Resolución y de la Unión Bancaria, son claves para dotar a la Zona Euro de una normativa que implique un cambio de filosofía en cuanto a quién lleva la carga si una entidad quiebra. Hasta ahora, eran los contribuyentes, los que mediante ayudas públicas europeas soportaban en parte la recapitalización de entidades con problemas. A partir de ahora, se pretende que dichas cargas sean soportadas por los inversores y ciertos acreedores de estas entidades.

La recesión que ha sufrido Europa, unido a los fuertes ajustes presupuestarios vividos estos últimos años, han situado a la Zona Euro y principalmente a sus vecinos del sur, en una complicada situación con tasas de paro elevadísimas, un descenso general de salarios y una demanda interna todavía muy débil. Como consecuencia, la eurozona está viviendo un proceso cercano a la deflación con el tipo de cambio con respecto al dólar lo suficientemente elevado como para lastrar la recuperación de la región, a pesar de haber mejorado las exportaciones en los últimos meses. Pero no todo es negativo, ya que los países periféricos cada vez pagan menos por endeudarse, llegando en algunos casos a financiarse a niveles pre crisis (España o Irlanda).

Parece que algo está cambiando en el seno de la Zona Euro, y es que en las últimas declaraciones, el presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, ha admitido la conveniencia de adoptar medidas intervencionistas por parte del BCE, quizás por temor a la deflación. De hecho, en la comparecencia de abril de Mario Draghi no se descartaron posibles medidas adicionales de expansión monetaria y reiteró que espera que los tipos de interés de referencia permanezcan en los niveles actuales o más bajos durante un periodo prolongado. Este anuncio suscitó cierta euforia en los mercados financieros por la posibilidad de que el BCE ponga en marcha un proceso QE (*Quantitative Easing*) de compra de activos financieros (deuda pública y privada) al igual que la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón. En su última comparecencia la primera semana de mayo, ha aplazado la posible adopción de medidas a junio y ha hecho un guiño a un euro demasiado fuerte, lo que provocaba una depreciación del euro/dólar pasando de 1,397 a 1,386 tras la rueda de prensa.

En EEUU, el pulso es diferente ya que actualmente se encuentran en un proceso de retirada de estímulos por parte de la Fed, iniciado en el mes de enero. Los datos del mercado laboral son cada vez mejores, alcanzando la tasa de desempleo el 6,3% y generando 288.000 empleos en abril. Una vez eliminado el mes pasado el objetivo para comenzar a subir tipos cuando se alcanzara el 6,5% desempleo, Janet Yellen ha dejado entrever en su última comparecencia que no tiene prisa por subir tipos y más cuando la inflación está por debajo del 2%. De todas formas veremos si el ritmo de compra de activos se reduce a medida que mejoran los datos del mercado laboral o siguen la senda actual.

La desaceleración de la economía china se hace patente tras la publicación del PMI manufacturero que permanece en horas bajas desde finales del año pasado situándose ya en torno a 50,4 perdiendo ya un punto porcentual desde diciembre del año pasado. Cada vez se hace más visible la minoración en el ritmo de crecimiento del país chino cuyas tasas de

crecimiento del PIB han disminuido hasta un 7,4% acumulando ya 3 años de caídas. Mientras tanto, Japón continúa con el problema deflacionista que arrastra desde dos décadas y que mantiene a su economía en jaque. Para tratar de dejar este problema atrás, el BOJ mantiene las compras de títulos financieros en el mercado secundario con el fin de aumentar la masa monetaria y así presionar el nivel de precios al alza. No obstante, el impuesto al consumo (desde un 5% a un 8%) podría frenar en parte las expectativas de crecimiento del país para este año y el siguiente, sin embargo, Kuroda confía en que la recuperación moderada continuará como tendencia. Será difícil ver una recuperación sólida de Japón mientras el efecto depreciación del yen-aumento de exportaciones-mejora de márgenes no se traduzca en un aumento de salarios y como consecuencia en la mejora del consumo interno del país. Otro de los problemas a los que tiene que hacer frente es el aumento del precio de las importaciones, principalmente energía, que es un factor clave para no deteriorar los planes del BoJ. Sin duda, el camino no es fácil, pero la determinación de sus mandatarios, hace que Japón sea una de las alternativas clave para los próximos años.



Evolución de Estados Unidos

En los primeros datos publicados en abril mejoran las encuestas y el empleo. Los mercados americanos recogen estos primeros datos con una subida de los principales índices (Nasdaq, S&P 500 y Dow Jones).

El **Nasdaq** recupera parte de la caída del mes anterior y se sitúa por encima de los 3.600 puntos antes del retroceso del pasado viernes de casi un 3%. Los resultados de las principales compañías tecnológicas ralentizaban la tendencia alcista del índice haciendo un doble suelo anual en los 3.400 puntos. Posteriormente la mejora de la macro americana amortiguaba el receso del índice, el cuál se movía en un canal entre los 3.500-3.600.

El índice industrial **Dow Jones** continúa la senda lateral marcada desde mediados de febrero. Establecía un claro soporte en los 16.000 puntos para

luego recuperar niveles conforme iban mejorando las perspectivas económicas. El repunte de los datos de PMI manufacturero de principios de mayo impulsa al índice a superar los 16.600 puntos.

A finales de enero, el S&P 500 descendía en más de un 5% marcando mínimos anuales en 1.741 puntos tras el inicio del *tapering* marcado por la FED. A principios de abril formó un techo en 1.890 puntos continuando la tendencia positiva a medio plazo. Tras unas semanas de datos de crecimiento por debajo de lo esperado rebotó en los 1.815 puntos y continúa la senda alcista, reflejando el optimismo de los inversores ante la consistencia de los indicadores económicos.



En referencia a la comparación de los múltiplos con sus competidores, en términos de PER, Price to Book y los relacionados con el valor de empresa, Exxon mantiene niveles que la sitúan como la más barata de la cartera. Baker Hughes en términos de EV/ventas, EV/EBITDA y P/BOOK también muestra una ventaja frente al resto de la cartera, siendo el resto de valores bastante atractivos en general. El único que en

términos de PER está algo caro es Cabot Oil and Gas, pero es únicamente por la subida tan fuerte que ha experimentado, algo que subsanan, como hemos comentado anteriormente, el buen aspecto de sus resultados y la capacidad de seguir creciendo aún con complicaciones medioambientales tan importantes como las que se han vivido este invierno en muchas partes del globo.

Renta Variable Europa

CONSTRUCCIÓN Y MATERIALES STOXX 600 EUROPA

	Ferrovial	Assa Abloy-B-	Vinci	Kingspan Grp	Geberit N
Ultimo	11677483260	1,1799E+11	32997620947	2243017396	11218573134
Variación sesión	15,92	335,5	54,6	13,1	296,8
YTD	0,60%	-0,89%	0,87%	0,38%	1,30%
Var. 1 semana	12,5%	-0,4%		0,4%	8,3%
Var. 4 semanas	-1,1%	-1,7%	-0,4%	-2,2%	-0,1%
Var. 12 semanas	0,8%	-0,6%	0,5%	-2,4%	3,2%
Var. 52 semanas	9,0%	1,0%	3,6%	-6,7%	9,2%
Volatilidad H250	20,5%	27,4%	43,0%	35,3%	24,8%
Rent. Dividendo	18,68	18,49	19,4	24,56	20,57
Dividendo	7,851759	1,698957		0,973282	2,526954
Divisa	0,4	5,1			7,5
Ultimo	EUR	SEK	EUR	EUR	CHF



El sector de construcción y materiales es bastante atractivo debido principalmente a la capacidad de funcionar en localizaciones con menos dificultades económicas. Ferrovial está entre las empresas que optan a la adjudicación de la construcción de un nuevo aeropuerto en Mumbai, el proyecto supondría la entrada del gigante español al sector de aeropuertos de la India. La compañía española es uno de los principales inversores del mundo en proyectos de infraestructura de transporte. También se especializa en el diseño y construcción de este tipo de estructuras. La compañía controla una cuarta parte de Heathrow Airport Holdings, que posee cuatro aeropuertos de Londres.

Los ingresos de Vinci en el primer trimestre aumentaron un 2,4 %, impulsados por los negocios de autopistas y estacionamientos que compensaron una decepcionante actuación del resto de sus actividades. Los ingresos del primer trimestre de las empresas concesionarias, que incluyen autopistas de pago de peaje y aparcamientos, creció un 11,3% a 1,31 millones de euros (1.810 millones dólares) . Los ingresos para la construcción, bienes raíces y la construcción de carreteras, también conocido como las empresas contratantes, sólo aumentó un 1,1% a € 7310 millones de € 7230 millones un año antes. Las cifras reflejan los continuos problemas de la industria de la construcción en Europa, plagado por una caída en los contratos, en particular de los municipios locales con presupuesto ajustado. Pero también reflejan la salud del transporte y de las actividades de transporte de mercancías en Europa.

Geberit AG, el proveedor de soluciones de tecnología sanitaria, reportó un aumento significativo de su beneficio del primer trimestre, impulsado por mayores ventas en todos sus mercados. Además, la compañía dijo que espera estar en condiciones de lograr resultados sólidos de nuevo para el 2014 en su conjunto.

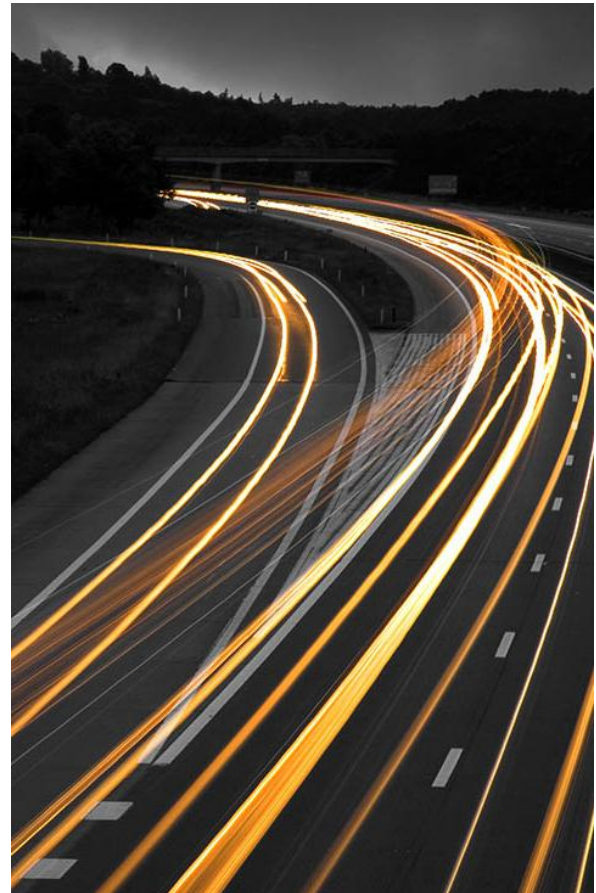
El resultado neto del primer trimestre creció un 19,4 por ciento a 141,9 millones de francos suizos de 118,8 millones de francos del año pasado. Las ganancias por acción aumentaron a 3,77 francos desde 3,16 francos el año pasado.

La compañía dijo que los resultados positivos se debieron principalmente al crecimiento del volumen de ventas. Los ingresos por ventas fue de 553.9 millones de francos, un 9,1 por ciento superiores a 507.900.000 francos.

Las ventas en Europa, la región más grande, crecieron un 10,9 por ciento y en América lograron un crecimiento de 3,8 por ciento a pesar de continuar a ser afectados negativamente por la situación desfavorable del sector público. Las regiones de Oriente Medio / África y el Lejano Oriente / Pacífico también registraron un crecimiento positivo de las ventas.

De cara al futuro, Geberit señaló que las previsiones para 2014 se han mantenido prácticamente sin cambios desde el anuncio de su año fiscal 2013 los resultados en marzo. La industria de la construcción seguirá siendo un reto a pesar del crecimiento económico global moderada está pronosticado para el 2014.

La capacidad del sector para superar la crisis es un hecho y aunque se trate de empresas que funcionan con un apalancamiento notable, no dejan de ser una buena oportunidad de inversión, la prueba está en que todas ellas han superado al EUROSTOXX 50 a dos años.



este apartado presentamos nuestras carteras de renta fija de esta primera parte del año. Como decíamos, los activos con un rating más elevado y bonos periféricos han sido los que han batido al resto en lo que llevamos de 2014. De esta forma, la cartera conservadora bate a las más arriesgadas, donde las primas de riesgo se han reducido a niveles pre crisis, como es el caso de España o Irlanda y la deuda portuguesa continúa mejorando.

Dada la reducción de rentabilidades, sobre todo en los tramos intermedios de la curva de tipos de interés, hemos optado por elegir plazos un poco más largos para obtener mayores rendimientos a vencimiento (TIR). Si el objetivo en vender en el corto plazo, debemos tener en cuenta que la reducción de TIR ha incrementado el precio de este tipo de activos, por lo que en muchos casos habrá que estar atento para deshacer algunas posiciones, como en el caso de España o bonos corporativos con buena calidad crediticia. Ahora mismo, pensamos que la mejor opción para el perfil conservador es reducir duración, que como vemos es muy similar a la del resto de portfolios. En las carteras más arriesgadas y como es

implicando el pago de cupones más altos. De hecho la media de cupones pagados es de 6,28%, pero dada la evolución de la renta fija y una duración media de 6,9 años, la TIR promedio se queda en un 4,6% (si lo dejamos a vencimiento).

Imaginemos que se agotan las expectativas de bajadas de tipos y actuaciones por parte del BCE, digamos después de verano, ¿cómo afectaría esto a la cartera conservadora? Pongamos un breve ejemplo:

Si compramos ahora mismo una cartera de nominal 1.000.000 € (200.000 en cada bono), aproximadamente nos costaría 1.149.643 €. Como vemos en la cartera conservadora, la sensibilidad media es de 7,05, lo que indica que ante subidas de TIR del 1%, el valor bajaría 70.541 €, si bien es cierto que corregido por convexidad (dado que las curvas de tipos no son lineales) perderíamos 34.570 €. Es importante este concepto para controlar el riesgo de nuestras inversiones en renta fija. Por lo tanto si creemos que ya está descontada la próxima actuación del BCE, y que alguno de estos bonos ya no tiene

CARTERA CONSERVADORA ASPAIN 11										
Activo	ISIN	Vencimiento	Precio	TIR	Cupón	Durac. (Años)	Durac. Modificada (%)	Sensibilidad (p.p.)	Rating	Sector
IBERDROLA INTL BV	XS0879869187	01/02/2021	111,390548	1,8%	3,50	6,10	5,99	6,67	BBB+	Utilities
REPSOL INTL FINANCE	XS0975256685	07/10/2021	112,631174	2,1%	3,63	6,56	6,43	7,24	BBB-	Petróleo y Gas
OBL ESTADO 5,40 310123	ES00000123U9	31/01/2023	122,415068	2,7%	5,40	7,27	7,08	8,67	BBB	Gobiernos
TELECOM ITALIA SPA	XS0486101024	10/02/2022	110,99137	3,8%	5,25	6,57	6,33	7,02	BB+	Telecomunicaciones
PORTUGUESE OTS	PTOTECO0029	15/06/2020	117,363425	2,9%	5,25	4,97	4,83	5,67	BB	Gobiernos
				2,7%	4,605	6,30	6,14	7,05	BBB-	
									Rentabilidad YTD	10,64%
CARTERA MODERADA ASPAIN 11										
Activo	ISIN	Vencimiento	Precio	TIR	Cupón	Durac. (Años)	Durac. Modificada (%)	Sensibilidad (p.p.)	Rating	Sector
BOMBARDIER	XS0552915943	15/05/2021	113,694061	4,4%	6,13	8,69	8,33	9,47	BB-	Industrial
PORTUGAL TELECOM INT FIN	XS0462994343	04/11/2019	111,194247	3,2%	5,00	4,86	4,71	5,23	BB	Telecomunicaciones
OHL 7,625	XS0760705631	15/03/2020	113,068886	5,3%	7,63	7,34	6,97	7,88	BB-	Construcción
TELECOM ITALIA SPA	XS0486101024	10/02/2022	110,99137	3,8%	5,25	6,57	6,33	7,02	BB+	Telecomunicaciones
PORTUGUESE OTS	PTOTECO0029	15/06/2020	117,363425	2,9%	5,25	4,97	4,83	5,67	BB	Gobiernos
				4,1%	5,85	6,48	6,23	5,50	BB	
									Rentabilidad YTD	8,13%
CARTERA ARRIESGADA ASPAIN 11										
Activo	ISIN	Vencimiento	Precio	TIR	Cupón	Durac. (Años)	Durac. Modificada (%)	Sensibilidad (p.p.)	Rating	Sector
BANCO ESPIRITO SANTO	PTBEQJOM0012	28/11/2023	111,022808	6,0%	7,13	7,15	6,75	7,49	B	Banca
BOMBARDIER	XS0552915943	15/05/2021	113,694061	4,4%	6,13	8,69	8,33	9,47	BB-	Química
OHL 7,625	XS0760705631	15/03/2020	113,068886	5,3%	7,63	7,34	6,97	7,88	BB-	Construcción
TELECOM ITALIA SPA	XS0486101024	10/02/2022	110,99137	3,8%	5,25	6,57	6,33	7,02	BB+	Telecomunicaciones
PORTUGUESE OTS	PTOTECO0029	15/06/2020	117,363425	2,9%	5,25	4,97	4,83	5,67	BB	Gobiernos
				4,6%	6,28	6,93	6,63	7,51	BB-	
									Rentabilidad YTD	9,17%

lógico, hemos tenido que buscar duraciones más largas y al mismo tiempo activos con un rating menor,

recorrido, una buena opción sería reducir duración y vender parte de esta deuda.

2011	1.15	7.08	6.96	6.16	0.40
2010	20.35	19.26	7.25	11.24	20.54
Sharpe 3 a.	0.66	0.94	0.82	0.59	0.01
Volatilidad	7.07	8.54	6.39	7.88	9.39
Rentabilidad media 3a	5.27 %	8.82 %	5.84 %	5.23 %	0.58 %
R² a 3 años	67.71	95.48	93.20	96.11	97.25
Alfa 3a	-4.07	-1.67	0.25	-1.58	-2.03
Beta 3a	0.98	1.09	0.76	0.96	0.94

El fondo con mejor comportamiento en lo que va de año es el de Fidelity, aunque en general toda la selección que se ha hecho lleva bastante rentabilidad en estos meses. La total exposición a Latinoamérica de dicho fondo es la razón del despunte en rentabilidad. Con las bajas rentabilidades dadas el año pasado es normal que el ratio de Sharpe se haya visto afectado de manera negativa, ya que relaciona la rentabilidad obtenida con la volatilidad del fondo. Por otro lado en momentos difíciles un fondo como el Pictet Local Currency puede venir bien para la cartera, actualmente no tiene rentabilidades buenas, pero no podemos olvidar su buen recorrido años atrás, por lo que aunque no lo metamos en una cartera que hagamos hoy, sí lo mantenemos en observación para momentos favorables con las divisas, hay que tener en cuenta que cuando los bancos centrales de países emergentes actúan contra su divisa, este tipo de fondos se resienten.

Dentro de la renta fija, la emergente es la que puede presentar actualmente mayor potencial de rendimiento en el largo plazo, a medida que países como Brasil, India, Turquía o Sudáfrica vayan corrigiendo en algunos casos sus elevados niveles de precio o sus desfases en la balanza comercial (probable subida de tipos), puede ser un buen momento para entrar en deuda emergente diferenciando en función del país entre deuda pública o privada.

Debemos recordar que históricamente los países que más sufren ante cambios externos o crisis financieras suelen ser los que tienen un nivel de inflación mayor frente a la habitual creencia de que un mayor desfase en la balanza comercial era el principal hándicap

El presente informe recoge opiniones y la visión de nuestra recomendación de inversión | SERVICIO PREMIUM

para afrontar turbulencias en los mercados. Por eso a la hora de elegir un fondo de inversión de deuda emergente debemos tener en cuenta los riesgos tanto internos como externos, a los que hace frente el país. Debemos elegir países que estén tomando medidas para atajar este tipo de problemas estructurales.

