

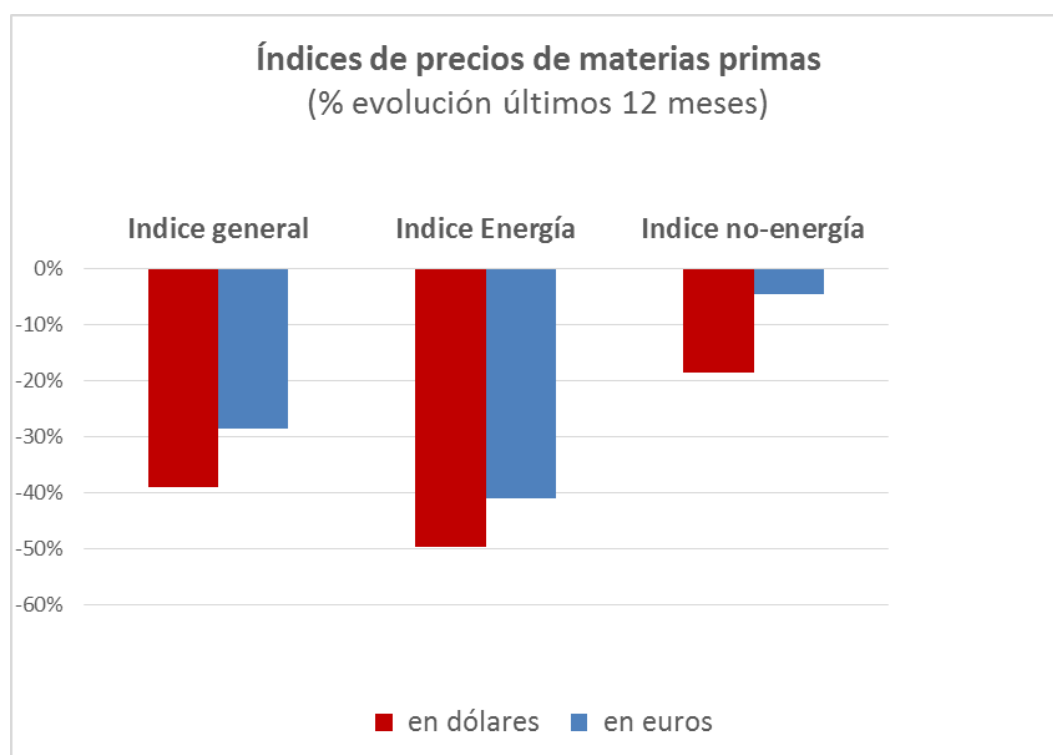
Notas del mes

Octubre de 2015

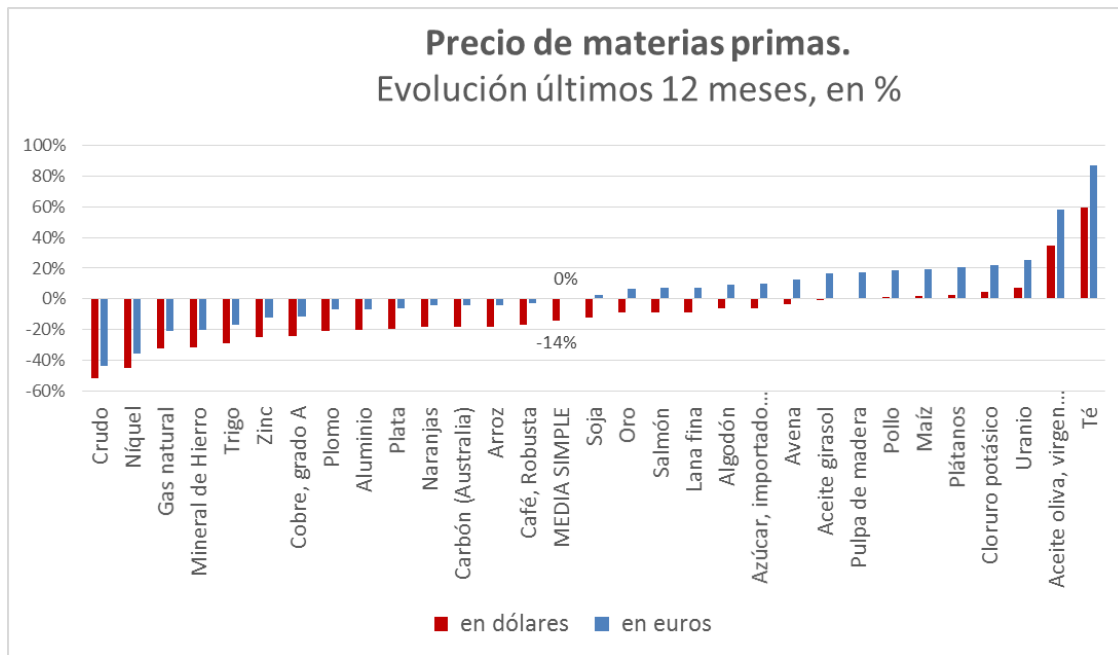
Materias primas y dólar

El fuerte descenso del precio de las materias primas en el último año, cercano al 40%, ha cuestionado muchas estrategias de inversión, se ha tomado como señal inequívoca de una fuerte desaceleración china y como muy negativo augurio para los países productores. Es cierto que los índices de materias primas acumulan en los últimos doce meses una caída significativa medida en dólares, pero un análisis en detalle revela importantes diferencias:

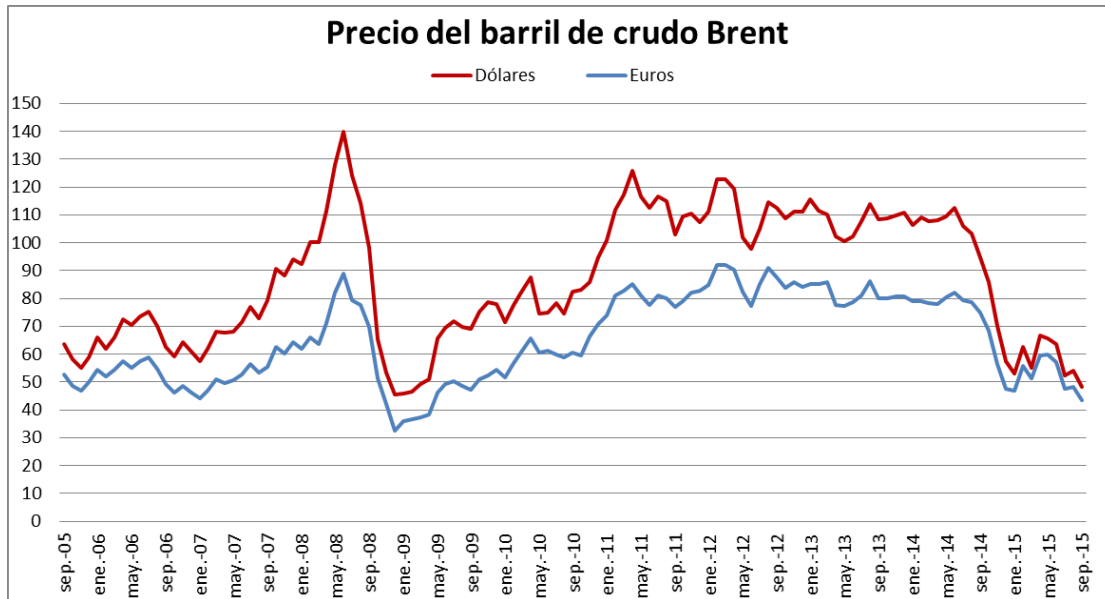
- El precio de las materias primas energéticas (encabezadas por el crudo) cae en dólares en torno a un 50%, pero el resto de materias primas cae sólo moderadamente (-18%). De hecho hay algunas que suben, sobre todo alimenticias (té, aceite, pollo, también pulpa de madera...).
- Medida no en dólares sino en euros, la caída es sensiblemente menor, y el precio de las materias primas no energéticas apenas cae (-5%), como se observa en el gráfico siguiente.



Datos calculados a 15 de septiembre de 2015



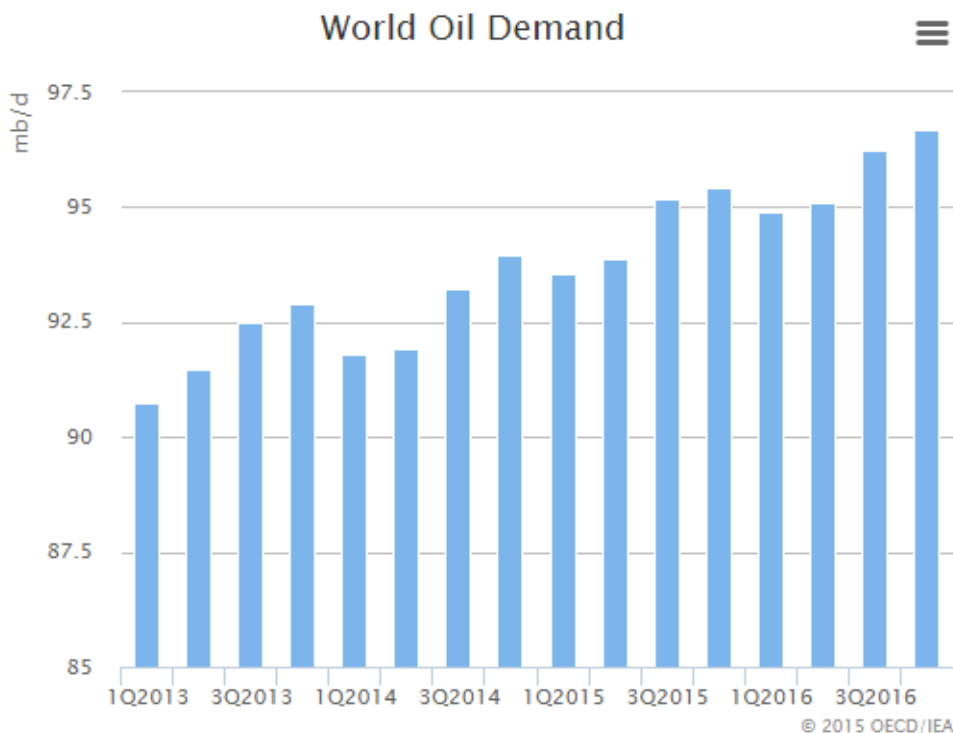
Históricamente siempre han coincidido los periodos de debilidad del dólar con periodos de fortaleza de las materias primas, y a la inversa. La evolución del precio de la materia prima por excelencia, el petróleo, en euros y dólares, pone en evidencia la mayor estabilidad de precios si los medimos en la divisa de la eurozona. Esta circunstancia se da también en la inmensa mayoría de las materias primas. Desde el punto de vista de la oferta, una parte importante de los costes de producción de las materias primas (notoriamente salarios) están fijados en la divisa local del país productor. Y desde el punto de vista de la demanda son Europa, o Asia, cuya población tiene un poder adquisitivo denominado en divisa local, que no en dólar, los grandes consumidores netos. Así, una subida del dólar tendría, si no va acompañada de una caída del precio de las materias primas, un efecto amplificador de los márgenes de los países productores y compresor del poder adquisitivo de los países consumidores; o, dicho de otra manera, una subida del dólar permite cierta erosión de precios de las materias primas con limitada erosión de márgenes de los productores y facilitando gracias a tal moderación cierta compensación de la elevación de la factura por importaciones de los consumidores en monedas distintas del dólar.



Índice Bloomberg de precios de materias primas (marrón) frente a cotización euro/dólar (azul discontinuo, nº dólares por euro).



El hecho es que **la demanda de materias primas sigue creciendo** (aunque en algunos casos a ritmos algo inferiores), y los descensos de precios han sido, como en otras ocasiones, principalmente atribuibles al alza del dólar (con la excepción del crudo, en que ha habido un claro incremento de la oferta). Ni el mundo parece, por tanto, abocado a una gran desaceleración ni los países productores a un gran colapso. Las recientes estimaciones del FMI apuntan a un crecimiento mundial de entre el 3% y 4% de aquí a 2020 (frente al 3,1% en 2015 y 3,4% en 2014), con muy ligera mejora en las economías avanzadas, con Brasil y Rusia lentamente recuperando el tono positivo y con China una vez más liderando el dinamismo global, creciendo por encima del 6%.



Mirando hacia el futuro, parece lógico pensar que, en la mayoría de materias primas, una recuperación sensible de su precio sólo sería esperable en un contexto de caída del dólar. En el crudo, una recuperación de los precios debería pasar por un ajuste de la oferta cuyo aumento ha sido el principal responsable de su caída.

Ello se producirá paulatinamente con el abandono de nuevos proyectos de inversión en *fracking* o arenas bituminosas, sólo rentables a coste completo en niveles de precio del crudo superiores a los 60-70 dólares por barril.

1962 Capital SICAV

En las últimas semanas de agosto el mercado inició una caída que se prolongó durante todo el mes de septiembre. Las dudas sobre el crecimiento chino y la interpretación de que el diferimiento de las esperadas subidas de tipos por parte de la Reserva Federal podía ser indicativo de una percepción de riesgos de debilidad en la actividad económica, fueron los motivos esgrimidos para justificar los fuertes recortes.

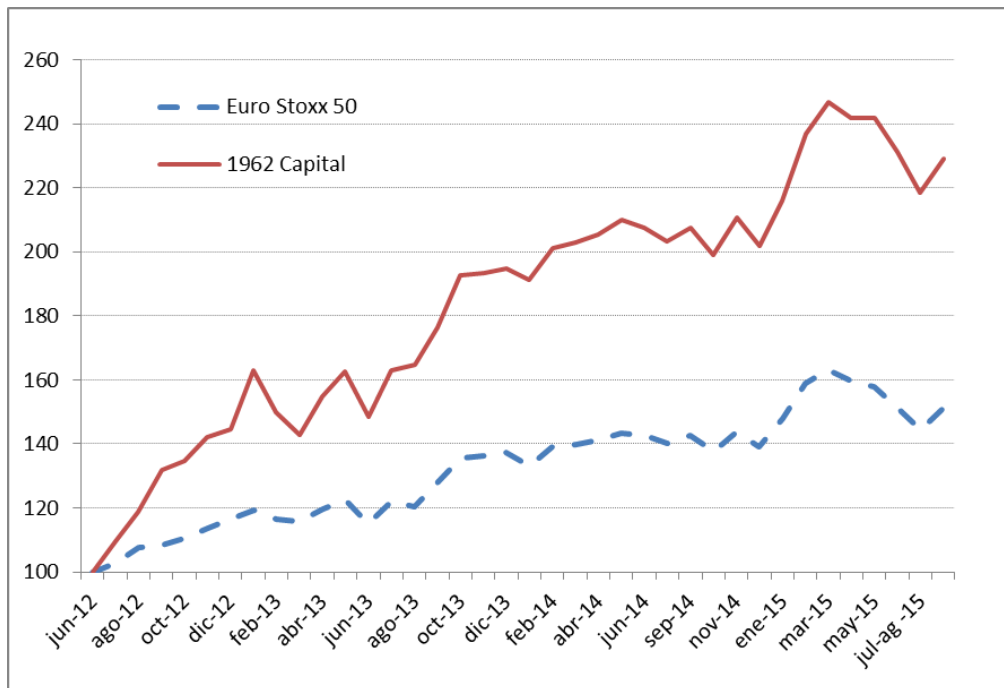
A medida que, avanzado ya el mes de octubre, íbamos conociendo resultados empresariales, el mercado ha podido comprobar que las alarmas sobre un parón en

China eran claramente infundadas. Sin entrar a discutir si el crecimiento chino va a pasar del 7% esperado al 6,9% (dato del último trimestre) o al 6,5% (objetivo mínimo fijado por sus autoridades para los cinco próximos años), la constatación de que las ventas de las grandes compañías globales en China se mantienen en niveles elevados, nos hace ver que cualquier aproximación catastrofista es infundada. A título de ejemplo, Apple vende el doble que el mismo trimestre del año anterior, Coca Cola y McDonalds aumentan sus ventas en más de un 10%, Adidas lo hace en un 15% y Mercedes Benz en un 40%. No son números propios de una próxima recesión, sino representativos de que el consumo privado está muy fuerte, tomando el relevo a la producción industrial para la exportación (más intensiva en materias primas y energía) en la contribución al crecimiento económico.

En este período hemos mantenido estable nuestra cartera, limitando los cambios a la venta de Volkswagen (tan pronto como tuvimos conocimiento del escándalo de trucaje en la medición de emisiones de gases) y su sustitución por Repsol, que había sufrido un castigo diferencial en su cotización superior al 20% frente al resto de petroleras europeas; castigo que atribuimos a su exclusión del índice Euro Stoxx 50 y la consiguiente venta forzada de posiciones en la compañía por parte de todos los inversores ligados a índice.

A cierre de octubre el valor liquidativo por acción de 1962 Capital acumula una ganancia del 13,5% desde principios de 2015, casi cinco puntos superior a la rentabilidad obtenida por el índice Euro Stoxx 50 en el mismo período.

	Euro Stoxx 50		1962 Capital	
	Precio	Var.	Precio	Var.
ene-15	3.351	6,5%	6,18	6,9%
feb-15	3.599	7,4%	6,77	9,7%
mar-15	3.697	2,7%	7,06	4,2%
abr-15	3.616	-2,2%	6,92	-2,0%
may-15	3.570	-1,3%	6,91	0,0%
jun-15	3.424	-4,1%	6,61	-4,4%
jul-ag -15	3.269	-4,5%	6,25	-5,5%
sept-oct - 15	3.418	4,6%	6,55	4,9%
jul-dic 2012		16,4%		44,4%
2013		18,0%		34,8%
2014		1,2%		3,7%
2015		8,7%		13,5%
desde inicio		51,0%		129,2%



Muchas gracias por su confianza.

Ofelia Marín-Lozano
 Consejera Delegada
 1962 Capital SICAV, S.A.