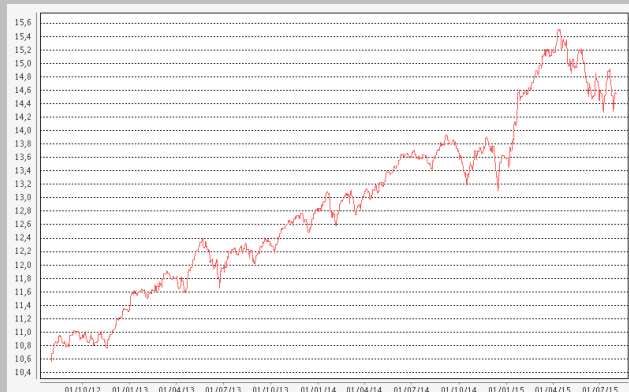




Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

51 Valores de Renta Variable:	72 %
37 Valores de Renta Fija:	19 %
Liquidez:	9 %



Rentabilidad desde 6/2011  
**+46%**

Rentabilidad media 3a  
**+11,23%**

Diversificación por Divisas:

EUR:	55 %
USD:	17 %
CHF:	6 %
NOK:	5 %
GBP:	5 %
CNY:	4 %
MXN:	2 %
ZAR:	1 %
INR:	1 %
Otros:	4 %

Principales valores:

Allianz:	6,4 %
BMW:	6,1 %
BASF:	5,4 %
IBM:	5,0 %
Yara:	4,6 %
Roche:	4,4 %
BHP Billiton:	4,2 %
Intel:	3,3 %
Siemens:	3,3 %
Royal Dutch:	3,3 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	30 %
EE.UU.:	15 %
Suiza:	6 %
Noruega:	5 %
Australia:	4 %
Inglaterra:	4 %
Países Bajos:	3 %
Sur Europa:	2 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe  
**1,71**

Volatilidad 3 años  
**6,21%**

Máxima caída 4 años  
**7,87%**

## Informe de mercado - Julio de 2015

- Costes laborales en EE.UU. con la menor subida trimestral desde 1982
- Índice ISM en EE.UU. con pequeña bajada (reflejando menos optimismo de los productores)
- Ventas al por menor en EE.UU. con menor vigor
- PMI oficial en China bajando levemente (al 50 frente al 50,2 anterior)
- Primera caída de la venta de coches en China desde hace dos años
- Crecimiento de los préstamos en China al 12,5 % interanual
- Índice IFO en Alemania con subida débil
- Producción del petróleo en EE.UU. con primera caída semanal significativa

## General

El alivio que se esperaba después del desenlace positivo (de momento) de Grecia ha durado poco en las bolsas. Porque un país mucho más importante que Grecia entró en el foco de atención de las bolsas: China, y como si esto fuera poco volvieron al mercado los temores de la primera subida de tipos en EE.UU. después de nueve años. No obstante, las bolsas recibieron algún apoyo por los resultados empresariales que confirmaron una buena marcha de la mayoría de las empresas.

En China ocurrieron a la vez dos eventos/noticias que quitaron el apetito de riesgo a las bolsas: Primero se produjo por primera vez en muchos años una bajada de la venta de coches y luego se produjo el desplome en la bolsa china, desinflándose por fin la burbuja de los meses anteriores (por ello no debería haber sorprendido tanto, y menos sabiendo que en la bolsa negocia gente que entiende bastante poco de mercados financieros).

Relacionado con China bajaron todas las materias primas y por consiguiente también las monedas de muchos países emergentes. Visto la importancia de China en este informe entraré en más detalles para darle al lector un guía cómo analizar los datos más importantes en China.

## Análisis macro-económico

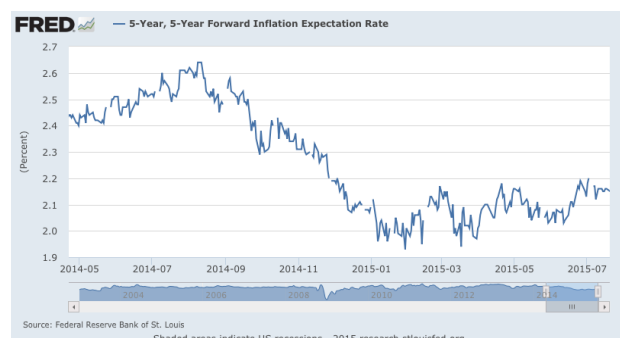
### EE.UU.

En la medida que se acerca la posible subida de tipos los mercados se ponen más nerviosos. La Reserva Federal („la Fed“) ha reiterado en su último comunicado la semana pasada que basa su decisión en los datos. Los datos que más interesan a la Fed son varios componentes del mercado laboral y la inflación. Según la lógica de la Fed (y sobre todo del presidente de la Fed en St. Louis, James Bullard), el descenso de la tasa de desempleo llevará tarde o temprano a un aumento de la presión salarial. No obstante, los datos duros todavía no confirman este aumento de los salarios a gran escala, pero el riesgo es que al final ante la escasez de trabajadores los salarios suben. Aparte de los datos mensuales de los salarios la Fed vigila sobre todo la evolución de los costes laborales trimestrales (el llamado „employment cost index“). Este dato que se publicó el viernes pasado sorprendió porque la subida trimestral fue la menor desde 1982, y muy por debajo de lo esperado. En vez de mantenerse al 2,6 %, la tasa interanual bajó al 2 % (en el sector privado incluso el 1,9 %). No obstante, un análisis del desglose por sectores del informe de los costes laborales muestra que la sorpresa a la baja se debe enteramente por el sector de servicios, mientras en el sector manufacturero los costes subieron en línea de lo esperado, pero sin una aceleración. El gráfico abajo compara los costes laborales (que incluyen los beneficios) con la evolución de los salarios. Se observa, que efectivamente al menos hasta ahora no se ha producido un aumento de la presión laboral.



Si hasta ahora no se observa una aceleración, creo que se debe tanto al efecto de la globalización como a un mayor grado de automatización (unido al poco poder de los sindicatos en EE.UU.). También puede influir que a pesar del vigor en ciertos sectores de la economía, el entorno económico en EE.UU. tampoco es tan fuerte como para tirar cohetes. En este sentido sorprende que la confianza de los consumidores bajó otra vez el mes pasado. Las ventas minoristas decepcionaron también el mes pasado. Otros datos son mixtos como explicaré más adelante en este informe.

Volvamos al otro dato que interesa a la Fed: La inflación. La Fed sigue esperando un 2 % y lo ha confirmado en su comunicado la semana pasada. Aunque la inflación actual es lejos de esta meta, las expectativas de inflación se centran alrededor de esta tasa como muestra el gráfico adjunto. Este gráfico muestra también que recientemente las expectativas han moderado, una evolución, que de seguir así, la Fed seguramente tendrá en cuenta (debido a la importancia de las expectativas adjunto un enlace de un artículo de la Federal Reserve Bank of San Francisco que explica cómo se miden estas expectativas: <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2005/october/inflation-expectations-how-the-market-speaks/#subhead2>).



El PIB para el segundo trimestre (primer avance que suele ser muchas veces corregido!) publicado el jueves pasado confirma la recuperación que se esperaba. Con un incremento del 2,3 % (precedido de un 0,6 % del primer trimestre) no es un dato excesivamente fuerte y confirma solamente que la economía americana sigue creciendo de forma moderada. Dentro del cuadro de los detalles del informe del PIB encuentro como un dato positivo la recuperación de las exportaciones (+5,3 %).

Un dato negativo es la inversión que acusó la menor subida desde el tercer trimestre de 2012. Este descenso refleja la caída de las inversiones relacionadas con el sector energético. Otro dato llamativo de este informe es el llamado deflactor del PIB que subió un 2 % (trimestre anterior 0.1 %). La subida de este indicador sugiere que los precios de los productos que entran en el PIB han subido más el último trimestre (mucho más que la inflación que además capta solo un número limitado de productos).

En resumen, después de la avalancha de tantos datos sobre la inflación y el PIB, ¿cuál es la expectativa de los tipos en EE.UU.?

Aunque ni hay presión salarial, ni inflación y los datos económicos son más bien mixtos, es posible que la Fed suba los tipos ya en septiembre. Aplazar la subida hasta diciembre supondría entrar en una fase de mercado cuando hay menos liquidez. No obstante, para esta primera subida hace falta que los datos realmente confirmen cierta vigor en la economía.

## Europa

Frente a la crisis de la deuda griega los variables macroeconómicas en Europa no registraron un empeoramiento. El índice PMI por ejemplo (un indicador que mide el clima empresarial) se mantuvo cerca de su nivel de junio. En Alemania el índice Ifo (que tiene una buena correlación con el PIB) mejoró después de dos descensos consecutivos. No obstante, muchos empresarios alemanes están preocupados por la debilidad de los mercados emergentes. Por ello sufren las inversiones y el motor de crecimiento sigue siendo el consumo privado. Aunque Alemania ha lanzado un programa de inversiones en carretera, estas inversiones son enanos en comparación con la necesidad. En Francia, el índice INSEE de la confianza de los consumidores ha retrocedido un punto, después de haber subido otro punto el mes pasado. Por lo tanto, los locomotoras en Europa siguen siendo España y Irlanda, pero el alto nivel de deuda supone un riesgo potencial. Preocupa también que en Europa la deuda ha otra vez empezado a subir.

En resumen, el ritmo de crecimiento de la región en su conjunto, sigue siendo modesto. Sobre todo ante el fondo del estímulo de tipos ultra-bajos y precios bajos del petróleo.

## China

China merece este mes un análisis más detenido ya que después de los eventos arriba mencionados prevalece mucho pesimismo acerca del vigor de la economía; un pesimismo que en el corto plazo tiene su razón, pero que no debe quitar de vista las buenas perspectivas para el medio plazo.

Sin duda China se enfrenta con varios retos:

- Medio ambiente
- Envejecimiento de la población

- Transición de la economía al consumo
- Exceso de crédito (sube por encima del PIB)
- Sistema financiero (bancos de sombra, etc.)
- Mercado laboral (integración de trabajadores rurales)

Ningún país puede crecer a un ritmo de 2 dígitos eternamente y por ello es lógico que también en China las tasas de crecimiento disminuyen paulatinamente. No obstante, hay un potencial enorme de seguir creciendo a tasas por encima de la media. El reto para el gobierno consiste en llevar a cabo esta desaceleración de forma controlada sin permitir bajadas bruscas. Hasta hace poco (antes de la caída de la bolsa) hubo una opinión generalizada que el gobierno era capaz de ejercer este control sobre la economía. Con el desplome de la bolsa se ha mermado esta confianza y posiblemente afecta al consumo en el corto plazo.

Ya antes de la caída de la bolsa se esperaba una disminución de las ventas de coches. Efectivamente, observamos ya desde hace más de un año un continuo descenso de las ventas, pero la primera caída en dos años (-2,3 % en tasa interanual) ha sido un choque (para el conjunto del 2015 se espera sin embargo un 3 % de crecimiento). En las grandes ciudades como Beijing y Shanghai es muy difícil comprar un coche debido a restricciones muy rígidas (esto explica el descenso en parte) y parece que la demanda en las ciudades más pequeñas en el interior del país no compensa las otras bajadas. No obstante, las empresas alemanas por ejemplo esperan que el mercado de coches siga creciendo a lo largo (al final, el número de coches por ciudadano es muy bajo y por ello deja mucho potencial para un crecimiento). En la medida que la clase media va creciendo aumentará también la demanda para coches. La clase media va creciendo no solamente por el incremento de la renta disponible (el 7,6 % en términos reales con respecto al año anterior; una tasa que se mantiene bastante estable desde hace ya unos años a este nivel). Influye también el flujo de trabajadores rurales hacia las ciudades donde el salario medio es mucho más alto (15.699 yuan en comparación con 5.554 yuan de los trabajadores rurales).

Al analizar los indicadores económicos, el pánico sobre el crecimiento de China parece carecer de fundamento: El PIB ha subido un 7 % y lo cierto es que una tasa del 7 % no es un mal dato. La tasa del consumo ha incluso subido desde el 10,2 % al 10,6 % (a pesar de la mala tendencia de los coches). El problema es que este dato no encaja con muchos otros indicadores y por ello muchos analistas dudan que es fiable. Mientras tanto la más elevada tasa del crecimiento del consumo es un dato muy positivo. Preocupa que parte del crecimiento parece que se logra solo mediante un aumento de los préstamos en la economía: Según el The People's Bank of China, el crédito en la economía china creció en junio un 12,5 % (tasa interanual). Aunque se observa así una moderación de las tasas más altas anteriormente, la ver-

dad es que esta tasa está muy por encima del crecimiento del PIB.

Para mí lo esencial no es uno o dos décimos más o menos de crecimiento (porque al final la tendencia es bajista). La clave consiste en lograr la transición de la economía exportadora a la economía del consumo, a la vez que se mantiene un ritmo de crecimiento suficiente para permitir la integración de los trabajadores rurales. Este proceso de transición es facilitado por la existencia de varios motores de crecimiento poderosos:

- el proceso de urbanización (un objetivo claro del gobierno que prevé aumentar el grado de urbanización del actual porcentaje de 54,77 % al 60 %)
- la ampliación de la clase media (véase arriba los argumentos)
- la iniciativa „Ruta de la Seda“ (llamado en inglés „one belt, one road“) para facilitar entre otras cosas el transporte de productos con sobre-capacidad hacia Europa

Mientras que estos motores de crecimiento funcionan el crecimiento se mantendrá a niveles altos y por ello no importa una o dos décimas más o menos de crecimiento. No olvidemos que hasta hace pocos años observamos tasas de crecimiento del 12 %!

No obstante, en el corto plazo la tendencia es hacia la baja: El 1 de agosto se publicó el importante indicador PMI que mide las expectativas de los empresarios. El dato bajó desde el 50,2 al 50, y así se confirma la desaceleración.

## Materias primas

### Petróleo

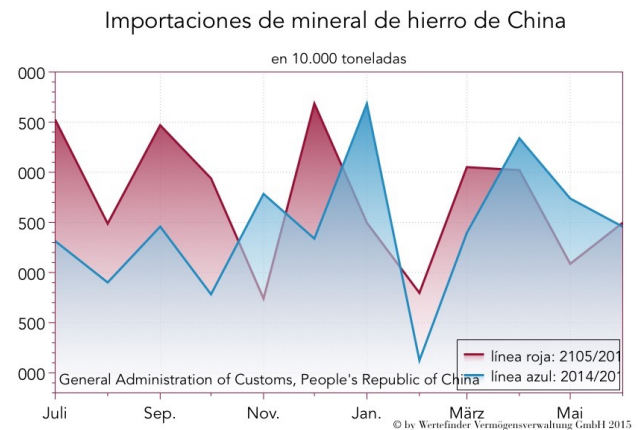
El precio del petróleo mantiene su tendencia bajista: Sobre los precios pesa la perspectiva de la posible oferta de Irán (se espera un incremento rápido de 2 millones de barriles diarios, es decir el 20 % de la producción de Rusia o EE.UU.). La oferta sube igualmente por parte de los productores de la OPEC, a la vez que la desaceleración del crecimiento en China y otros mercados emergentes reduce la demanda.

Ante este fondo la oferta de EE.UU. pierde peso en las consideraciones de los analistas. No obstante, hay que constatar que el miércoles pasado se produjo por primera vez en muchos años una reducción más significativa de la producción en EE.UU.. Todavía es temprano saber si este dato semanal es el inicio de una bajada más duradera, pero su efecto pierde importancia ante el incremento de la producción de los otros países.

### Mineral de hierro

China se encuentra entre los importadores más importantes de mineral de hierro (alrededor del 40 %) y por ello cualquier cambio de la demanda procedente de China impacta en los precios. Debido al crecimiento de la economía china se podría esperar también una subida de las importaciones para el hierro. Efectivamente, como

el gráfico abajo muestra hasta hace pocos meses se observaba un incremento de las importaciones en casi cada mes. En abril y mayo se produjo una importante reducción que se asocia con la menor demanda en la construcción y la menor producción de automóviles. Estos datos sirven no solo como indicador para los precios del mineral de hierro (no obstante, en su precio influyen también la oferta y las existencias en puertos), sino sirven para tener un dato adicional que mide la demanda interna en China.



## Estrategia del fondo

Aprovechamos los vaivenes de las bolsas en el mes de julio para aumentar la exposición a renta variable del 69% al 72 %. La estrategia sigue siendo de invertir en acciones „valor“, aunque esta estrategia ha significado mantener un cierto sesgo hacia compañías cíclicas por sus valoraciones más atractivas.

No modificamos la exposición a divisas ni a la renta fija.

## Evolución del fondo

El mes pasado el fondo sufrió una pequeña bajada a cierre de julio del 0,32 % y con ello la rentabilidad para 2015 queda en el 7,18 %. El descenso en julio contrasta con la pequeña subida de muchos índices. Este peor resultado se explica sobre todo por los tres valores de BHP Billiton, Intel y BMW (que contribuyeron en su conjunto un - 1 % al fondo). No obstante, el conjunto de contribución de la cartera de renta variable ha sido positivo con un 0,34 % (sobre la cartera total), porque el resto de acciones ha tenido una contribución positiva, aportando la mayor contribución positiva los valores de Allianz (0,45 %), Roche (0,33 %) y Siemens (0,25 %).

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

Entre los valores que mejor se han comportado se encuentran Allianz, Corticeira Amorim, Assa Abloy, Brembo, Fuchs Petrolub, Roche, Sanofi, Siemens, Schaltbau, Unilever y Walt Disney. Entre las compañías con un peor comportamiento destacan los valores de BHP Billiton, BMW, Elring Klinger, Intel, Flowserve, Monsanto, y SKF.

El dólar ha sido estable y por ello no ha tenido un impacto en la rentabilidad de la cartera. La renta fija por cupón y precios a tenido un impacto muy pequeño positivo. El resto de la contribución se debe a la comisión y las monedas fuera del euro y del dólar (siendo la mayor contribución negativa por el dólar australiano y el peso mexicano con un -0,12 % y -0,10 %, respectivamente).

## Perspectivas

Pasado la crisis de deuda griega (al menos de momento) los mercados se han preocupado sobre la evolución de la economía en China. Creo que en el corto plazo, en la medida que salen datos débiles (como el PMI el 1 de agosto), la incertidumbre de la desaceleración en China puede afectar a valores más cíclicos (incluyendo el sector del automóvil). Más adelante, cuando se observarán otra vez mejores datos y se confirma que el consumo no se habrá afectado tanto como se temía, una recuperación de las materias primas y de los valores cíclicos será posible. Como señalé en el párrafo sobre China, hay motores de crecimiento poderosos que permiten un crecimiento sostenible, aunque no a los niveles tan altos como antes.

El otro factor que afectará a las bolsas en el corto plazo será el „timing“ de la primera subida de tipos en EE.UU. Como señalé en otros informes, creo que los mercados asumen bien esta subida, siempre y cuando ocurre a raíz de una mejora de la economía fundamental. Otro cosa sería una subida a raíz de un aumento de la presión salarial, pero como comprobamos la semana pasada, los costes laborales se mantienen modestos. Una buena noticia también para las empresas, porque al final los costes laborales afectan a los resultados empresariales.

Bad Homburg, 4 de agosto de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH