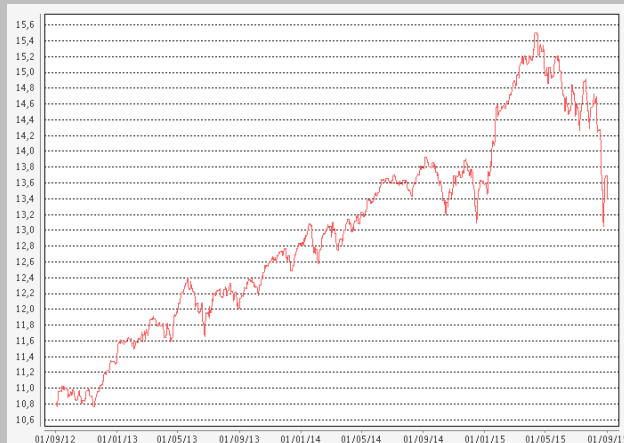




Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

49 Valores de Renta Variable:	61 %
36 Valores de Renta Fija:	19 %
Liquidez:	20 %



Rentabilidad desde 6/2011
+37%

Rentabilidad media 3a
+8,24%

Diversificación por

EUR:	58 %
USD:	18 %
CHF:	6 %
NOK:	4 %
GBP:	3 %
CNY:	3 %
MXN:	2 %
ZAR:	1 %
INR:	1 %
Otros:	4 %

Principales valores:

Allianz:	6,8 %
IBM:	4,8 %
Roche:	4,5 %
Yara:	4,3 %
BASF:	4 %
Intel:	3,5 %
BHP Billiton:	2,8 %
BMW:	2,2 %
Union Pacific:	2,1 %
ABB:	1,7 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	24 %
EE.UU.:	14 %
Suiza:	6 %
Noruega:	4 %
Australia:	3 %
Inglaterra:	4 %
Países Bajos:	3 %
Sur Europa:	2 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe
1,71

Volatilidad 3 años
6,21%

Máxima caída 4 años
15,9%

Informe de mercado - Agosto de 2015

- Los dos índices PMI (Purchasing Managers Index) en China sugieren una moderada desaceleración de la economía china (principal razón de la caída de las bolsas).
- Exportaciones en China en el mes de julio con fuerte caída del 8,3 % anualizado
- Segundo mes de un descenso de las ventas de coches en China
- Fuerte crecimiento de los préstamos en Europa
- Índice IFO en Alemania con subida débil a pesar de las turbulencias en China
- Producción del petróleo en EE.UU. desciende ya cada semana des junio

General

El reciente desplome de las bolsas ha resucitado dudas sobre el crecimiento global, debido a las preocupaciones de una mayor desaceleración a la anticipada en China. Observamos y esperamos ya desde hace unos años una desaceleración del crecimiento en China y es lógico que ningún país puede crecer a un ritmo tan alto eternamente. En parte, esta desaceleración se debe al cambio del modelo económico a una mayor contribución del consumo y así un crecimiento más sostenible.

Por ello detrás del desplome de las bolsas debe haber otros factores:

- 1) China ha sido el factor desencadenante, pero no han sido puramente los datos económicos, sino la pérdida de confianza que el gobierno chino puede controlar el ritmo de crecimiento.
- 2) Esta pérdida de confianza se ha unido a las dudas cada vez más fuertes de que los números publicados sobre el crecimiento son manipulados (en vez de un 7 % se comenta solo un 4 %).
- 3) Por los problemas de China bajaron todas las materias primas y estas bajadas se trasladaron a la expectativa de un menor crecimiento de los países emergentes (que explican alrededor del 50 % del PIB mundial). Los países emergentes ya antes sufrieron por la esperada subida de los tipos en EE.UU. (y por supuesto problemas sui generis como la corrupción en Brasil y India y las sanciones en Rusia).
- 4) Una vez que las bolsas bajaron surgió una dinámica ajena de los datos fundamentales porque muchos inversores se vieron obligados a vender y/o entraron en acción otros programas que acentuaron los movimientos (como el trading a muy corto plazo).

Creo que quizá es la pérdida de la confianza en las actuaciones del gobierno chino (incluido el PBoC) que explica mejor los acontecimientos; porque los datos económicos no han realmente empeorado tanto en tan solo una semana. De hecho, hay también datos que no son tan débiles. Pero es lógico que en estos momentos los medios de comunicación solo comentan aquellos datos que les permiten echar más leña al fuego.

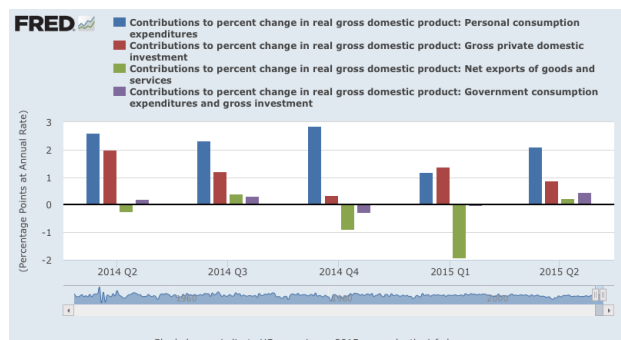
Por último, las economías de EE.UU. y Europa se encuentran en una fase de crecimiento moderado y no dan razones para un pánico. En los mercados emergentes hay que diferenciar dos grupos, uno que se beneficia de la bajada del petróleo (Asia) y otro que sufre (algunos países de Latinoamérica y Rusia). Por ello, el efecto final al crecimiento de los mercados emergentes no está tan claro aunque se prevé inicialmente una pequeña desaceleración.

Análisis macro-económico

EE.UU.

Los datos económicos en EE.UU. salidos recientemente subrayan que la economía sigue creciendo a un ritmo moderado. Después de la contracción durante el primer trimestre se produjo así la esperada recuperación. Después de la primera estimación los analistas se mostraron todavía algo pesimistas, pero el escenario cambió con la segunda revisión del Producto Interno Bruto (PIB) cuando el Departamento de Comercio revisó el PIB entre abril y junio de 2,3% a 3,7% anualizado. El factor que más influyó en la corrección fue la inversión empresarial, que aumentó el 5,2% y no el 0,3% calculado previamente. El aumento de la inversión sorprendió porque se esperaba un ritmo menor debido a la reducción de proyectos en el sector energético. El aumento se explica por una mayor contribución de la investigación que después de la recuperación del 2008 va creciendo a un ritmo muy mayor que antes de la crisis: Según cálculos del Council of Economic Advisors del White House la tasa de crecimiento de la investigación de los últimos tres trimestres ascendió al 2,4 % anualizado. Esta tasa contrasta con las tasas del 1,4 % a 1 % durante los tres años y los dos años anteriores, respectivamente. Se observa así un crecimiento bastante más estable que en los bienes de equipo (sorprende solamente que no se captó este incremento en la primera estimación del PIB).

Es significativo que todos los componentes del PIB han contribuido al crecimiento, incluso el sector público! El siguiente gráfico muestra esta contribución para cada uno de los componentes principales del PIB. Creo que este análisis de la contribución al crecimiento permite un mejor entendimiento del vigor de la economía americana que simplemente tasas de crecimiento. Se observa igualmente que el sector exterior no tiene un peso muy importante (y por ello la fortaleza del dólar no molesta mucho). Este buen comportamiento de la economía americana - y la aportación positiva de todos los componentes - explica el dilema ante el cual se encuentra la Reserva Federal: Por razones internas prefieren subir los tipos ya en septiembre, pero por cuestiones externas posiblemente lo aplazan hasta más tarde.



Por cierto, la expectativa de la inflación ha bajado a un nuevo mínimo (véase el gráfico abajo y el enlace para una explicación de esta tasa en mi informe anterior).

Algunos analistas opinan que este nuevo mínimo sugiere que entramos en una nueva fase de recesión, argumento que encuentro desplazado porque la economía se beneficia de una serie de motores de crecimiento sostenibles (población, avances tecnológicos, etc.). Creo más bien que una vez que las bolsas vuelven a ser más estables la tasa implícita de la inflación vuelve a subir. Por eso la Reserva Federal también mantiene su expectativa del 2 % de inflación.



Europa

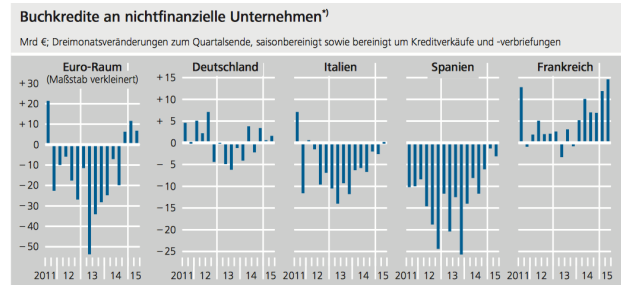
En Europa el crecimiento económico se muestra bastante estable. Igual como hace unos meses, España, Irlanda y Alemania lideran el crecimiento, y Italia y Francia se encuentran en la cola de los países principales. Había cierta preocupación que los acontecimientos en China afectarían al ánimo de los empresarios, pero al menos el importante índice Ifo en Alemania no confirma esta preocupación. Si los empresarios alemanes no sienten una crisis, los consumidores lo sienten todavía menos. Pocos alemanes poseen inversiones en renta variable y la bajada de las bolsas les deja sin cuidado. Gozan de un incremento de sus salarios reales bastante fuerte y así se animan a incrementar sus gastos. Este comportamiento se manifiesta por ejemplo en la compra de coches. Como muestra el gráfico siguiente, la venta de coches se mantiene fuerte no solamente en Alemania sino en toda Europa.

Nuevas matrículas de coches en Europa (17)



La locomotora par excellence es España, con unas subidas del PIB trimestral cada vez aumentando (con el +1 % el último trimestre España supera con creces Alemania con el +0,4 %). España se beneficia no solamente de un incremento fuerte del turismo sino también del descenso de la factura para el petróleo.

Hasta hace pocos meses se comentaba que el crecimiento europeo era menos sostenible por la falta de nuevos préstamos. Como muestra el gráfico abajo, desde hace poco los préstamos en la zona euro van creciendo. En cuanto al comportamiento hay que diferenciar los



distintos países: En Alemania las empresas se financian por su propio flujo de caja y necesitan menos crédito, en España continua el desapalancamiento y por ello se explica el descenso. La sorpresa sigue siendo Francia donde los préstamos muestran incluso una aceleración (utilizo en el gráfico adjunto el original que el informe mensual del Bundesbank incluye en su última edición).

En resumen, la economía europea se encuentra con signos de recuperación, impulsado recientemente otra vez por la bajada de las materias primas. No obstante, la falta de reformas, el alto grado de deuda y del desempleo hacen el crecimiento vulnerable a efectos ajenos. No creo que la desaceleración en China constituye tal efecto, pero riesgos pueden surgir también por otros lados (geopolítica, política monetaria en EE.UU., mercados emergentes, etc.).

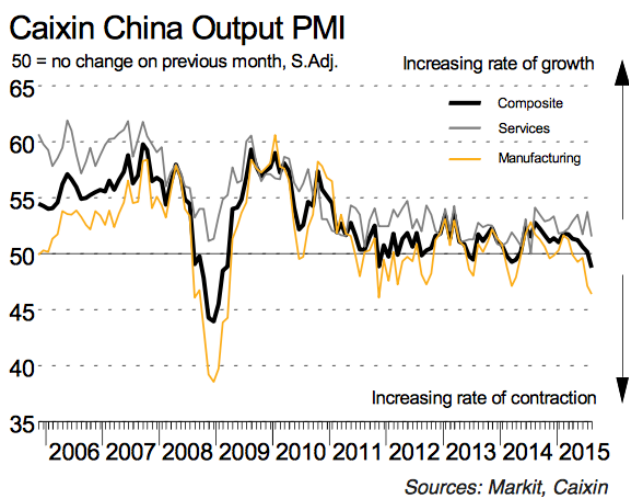
China

China no deja de provocar convulsiones en los mercados. Nos encontramos en un ciclo vicioso: Cualquier noticia mala en China provoca una bajada de las materias primas y estas bajadas se interpretan como prueba de la falta de demanda en la economía global (que no es del todo cierto como vamos a ver más adelante en el caso de China). A su vez la bajada de las materias primas contribuye a pesar sobre las monedas de las economías emergentes.

Me llama la atención que los medios de comunicación prefieren comunicar el lado negativo de los datos y incluso a veces lo interpretan mal (se confunde por ejemplo el PMI manufacturero con la producción industrial). Ocurre algo parecido en los mercados cuando interpretan varios indicadores de un mismo sector como nueva información, es decir como prueba de casi una aceleración del „deterioro“ de la economía (esta es al menos la

impresión que el lector de los medios diarios debe de tener al leer los titulares). Tal es al caso con los índices PMI (Purchasing Managers Index) en China.

En este informe entraré en más detalles porque estos índices suelen mover los mercados. En China se publican dos índices PMI diferentes, el Caixin/Markit que mide la actividad manufacturera de las empresas pequeñas y medianas (este índice está colaborado por dos instituciones privadas) y el índice oficial del CFLP (que abarca más bien las empresas grandes). El Caixin/Markit suele publicarse sobre el 20 de cada mes y el del CFLP se publica cada primer día del mes (incluso festivos y fines de semana). Era precisamente la publicación del índice Caixin/Markit manufacturero que provocó la primera ronda de fuertes caídas en las bolsas. El 1 de septiembre se publicaron los índices del CFLP y el índice Caixin de servicios. Otra vez provocaron una ronda de caídas aunque el segundo PMI casi no aportaba ninguna información nueva.



Al riesgo de aburrir el lector quisiera entrar en más detalles sobre el PMI oficial: Es verdad que el descenso del 50 al 49,7 indica una contracción, pero en los componentes se encuentran también datos positivos. Sube por ejemplo del 52,9 al 54,1 el componente „expected production and business activities“, o sea parece que los empresarios no ven tan mal el futuro. De hecho, una parte del descenso se explica por la caída de las materias primas, que resulta en un 44,9 de este componente. El PMI que se publicó el 1 de septiembre es el PMI manufacturero. Por desgracia nadie habla del índice non-manufacturero que también bajó levemente pero que se encuentra con el 53,4 muy por encima de la crítica marca del 50 (aquí el enlace a los detalles: <http://data-stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=A01>).

En analizar estos índices hay que también tener en cuenta que suelen variar bastante, sobre todo cuando se celebra el Año Nuevo chino y por ello lanzan un mensaje erróneo. Este verano algunos analistas opinan que la caída refleja también la explosión en Tianjin (uno de los

principales puertos de entrada de vehículos) y por ello es posible que la producción quedó afectada. El sector de servicios también ha acusado una bajada, y es posible que los acontecimientos en la bolsa han afectado al ánimo de los consumidores en el corto plazo.

¿Que conclusión podemos sacar de los acontecimientos en China? En primer lugar, hay que señalar que muchos economistas opinan que China no es tan importante para el crecimiento global como se piensa (por ejemplo, solo un 6,6 % de las exportaciones alemanas tienen como destino China). En segundo lugar, la desaceleración china refleja la transformación al consumo y es un proceso inevitable que no supone un peligro mientras se produzca sin grandes disturbios. Al menos por ahora la desaceleración se manifiesta sobre todo en encuestas (es decir los PMIs), mientras los datos duros no sugieren una caída libre del crecimiento (con la excepción de las exportaciones como vemos más adelante). En este sentido subrayo que el consumo crece a un ritmo del 10,5 % y se mantiene a estos niveles desde hace ya algunos meses (dentro del componente del consumo privado son sobre todo las ventas de coches que acusan una bajada; pero el componente de los coches representa solamente alrededor del 10 % del total).

Evolución del precio de la vivienda en Beijing



Es de señalar también que los precios de la vivienda suben por cuarto mes consecutivo (el gráfico arriba solo muestra la evolución en Beijing pero las subidas se observan en 31 de las 70 ciudades bajo observación). Aun así, el aumento del precio no significa que aumenta también la construcción. De hecho la construcción ha bajado un 14 % en 2014 (recuerdo que este sector explica el 15 % del PIB chino). Pero al menos la subida es una buena señal para la confianza.

Aparte de los índices PMI son las exportaciones de China que han contribuido a las caídas en las bolsas. De hecho, es posible que precisamente la caída de las exportaciones en julio ha motivado el gobierno a devaluar la moneda y con ello provocó dudas sobre el crecimiento económico de China (quizá había otras razones pero la coincidencia temporal fue la causa principal de las dudas y el inicio de las caídas de las bolsas). Por ello es preciso entrar en más detalles sobre las exportaciones.

Exportaciones en China



El gráfico arriba muestra que las exportaciones cayeron en julio un 8,3 % anualizado (línea roja). No obstante, se aprecia que la cifra anualizada es bastante volátil y por ello es mejor utilizar la tasa interanual acumulada de los primeros 7 meses (con respecto al mismo periodo anterior). Se observa igualmente una bajada, pero no tan acusada como aparenta en la cifra anualizada de julio. Un análisis más detenido de las exportaciones revela que la bajada se debe sobre todo a las exportaciones hacia Europa! En concreto, el total del -0,8 % (véase la línea azul en el gráfico del mes de julio) se compone por un -8,2 % de Europa (!), un -2,5 % de Asia, y un +9,4 % de África y +2,5 % de América (incluyendo EE.UU. con un +7,3 %). Es decir, la debilidad de las exportaciones no es síntoma de una debilidad de la economía global sino más bien de la evolución del tipo de cambio Euro/Renminbi. En Europa sorprende sobre todo la debilidad con respecto a Alemania (-3,9%) porque contrasta con el crecimiento de la economía alemana. De esta forma se

EUR/CNY (Euro / Chinesischer Renminbi Yuan)

Währungen, ISIN EU0001458304, WKN 145830



entiende la motivación del gobierno chino a devaluar la moneda porque parece que la causa principal reside en el tipo de cambio (véase el gráfico abajo que muestra la fuerte revalorización del Renminbi el año pasado). Por otro lado, el sector exterior en China no es tan importante para el crecimiento porque su aportación al PIB es pequeña. La clave para la economía es el consumo y las reformas necesarias para incentivar a la población de incrementar sus gastos (recuerdo que China tiene una de las tasas más elevadas de ahorro, precisamente por la falta de un sistema de seguridad social).

En resumen, creo que el estado de la economía china no es tan mal como los pesimistas (y medios de comunicación) sugieren. El consumo y los servicios parece que se resisten a una bajada, datos que no se captan fácilmente por los PMIs. No obstante, como arriba señalé con los componentes del PMI, el PMI contiene elementos positivos y en todo caso el descenso no concuerda con el temor de la idea de una „caída libre“.

En este sentido merece destacar también la importación del mineral de hierro y del petróleo, porque tampoco dan prueba de una mayor desaceleración. La opinión generalizada es que las importaciones bajan y que esto es prueba de la desaceleración. Pero la realidad es otra: En los primeros siete meses (tasa anualizada acumulada) la importación de hierro bajó tan solo un 0,1 % (volúmenes) y el petróleo subió un 10,4 % (!). En cuanto al hierro, en el párrafo abajo sobre las materias primas proporciono un gráfico que muestra la evolución mes a mes de los volúmenes de la importación (por si acaso alguien se interesa por los detalles, aquí está el enlace con las cifras: http://info.hktdc.com/hktdc_offices/mi/ccs/index_static_type/ChemicalImport.htm).

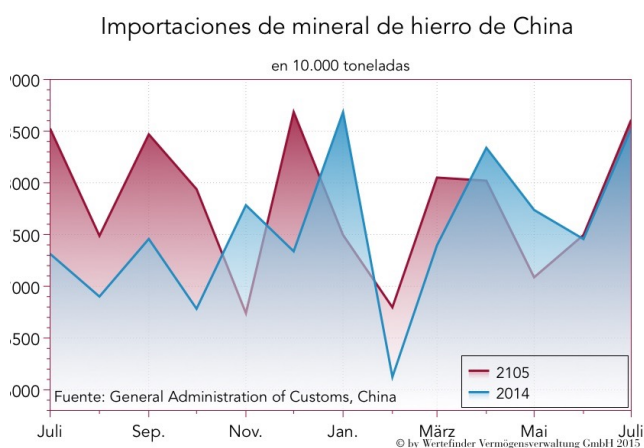
Materias primas

Petróleo

El precio del petróleo se ha movido sobre todo en función de los acontecimientos en China (siguiendo la opinión de la menor demanda, pero véase mi comentario arriba). Merece destacar que durante los últimos 2 meses la producción en EE.UU. acusa por fin una bajada: De un máximo de 9.610 barriles diarios en junio ha bajado a 9.218 barriles diarios esta semana. Los analistas han notado este descenso pero no existe una opinión clara respecto al futuro mientras los principales productores (Rusia y Arabia Saudí) incrementan su producción y Irán pesa sobre el mercado. Por otro lado, hay primeros síntomas de que la bajada influye en la demanda y por ello es posible que el precio ya no baje más, sobre todo que el WTI no desciende por debajo de los 40 \$. La extrema volatilidad estos días es síntoma de la alta incertidumbre en cuanto a las perspectivas del precio del crudo.

Mineral de hierro

China se encuentra entre los importadores más importantes de mineral de hierro (alrededor del 40 %). Los mercados interpretan cualquier descenso de las importaciones de mineral de hierro como señal de debilidad de la economía (aunque tal bajada responde al cambio del modelo de reforzar el consumo). Viceversa, cualquier signo de desaceleración de la economía china lleva a una bajada de las materias primas, incluyendo el mineral de hierro. Hasta aquí la opinión generalizada, que sin embargo contrasta con la realidad: La economía china va experimentando una descenso de las tasas de crecimiento ya desde hace algunos años y sin embargo no se observa una menor demanda (porque al final solo es el ritmo de crecimiento que varia). En este sentido, el año pasado por ejemplo no se observa una menor demanda del mineral. Solo este año en primavera se observa una menor importación con respecto al año pasado, pero ya en julio se observa otra vez una pequeña subida. Si los precios bajan es por el incremento de la producción y no por la menor demanda procedente de China.



Estrategia del fondo

Aunque el entorno económico y los tipos ultra-bajos aconsejan una sobreponderación de la renta variable, los estragos en los mercados requieren más cautela en la cartera. Por ello hemos reducido la exposición a la renta variable desde un 72 % al 61 %. Hemos asimismo modificado la composición de la cartera al reducir sobre todo posiciones en valores más cíclicos (BHP Billiton, Royal Dutch Shell, BASF, SKF y BMW) y abrir/aumentar nuevas posiciones en compañías alemanas menos cíclicas (Symrise, Hornbach, Isra Vision y Sartorius) que compramos cuando los índices se encontraron en su mínimo la semana pasada (hasta entonces no entramos en Symrise y Sartorius porque eran muy caras). En renta fija redujimos una pequeña posición en bonos denominados en el Renminbi.

Evolución del fondo

El mes pasado el fondo sufrió una bajada a cierre de agosto del 5,96 %. Esta bajada se debe al conjunto de l

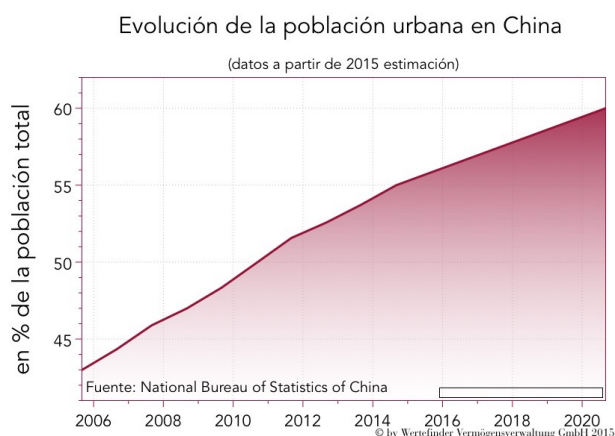
desplome de las bolsas y las distintas monedas (USD, CNY, MXN, AUD).

Debido a las fuertes bajadas sufrieron sobre todo los valores con una capitalización grande como BASF, BMW, Henkel, Rolls Royce, Unilever y Yara. Muchos de los valores de empresas pequeñas y medianas se han comportado mejor, sobre todo Hornbach, Isra Vision y KSB.

Perspectivas

La reacción de las bolsas a la publicación del segundo PMI ayer en China confirma que no podemos esperar que los aguas vuelvan a su cauce pronto. Para una estabilidad (y un posterior auge) necesitamos datos positivos de China y/o claridad sobre la política monetaria en EE.UU.. En EE.UU. y Europa los datos no aportan nueva información sobre las economías y así los mercados están pendientes de la evolución en China. Pasados los dos índices del PMI ahora esperamos primero datos sobre las exportaciones (cuyo fuerte descenso era el inicio de la caída de los mercados). Me temo que no podemos esperar un repunte fuerte porque la caída en Europa (-8,2 %) se extendía a casi todos los países (y por ello parece que no era una situación aislada). Más importante serán cifras sobre el consumo, porque el temor es que el consumo se podría ver afectado por los estragos en la bolsa china. En este sentido hay que matizar los acontecimientos: Consumo y servicios seguirán actuando como motor de crecimiento, pero no de forma igual. Apple por ejemplo tranquilizó a los inversores hace poco asegurando que su negocio seguía siendo sólido en China, mientras las ventas de automóviles siguen cayendo.

El otro motor de crecimiento es la infraestructura, impulsada por la urbanización y el objetivo del gobierno de aumentar la cuota hasta el 60 % en el año 2020. Este objetivo lo anunció el primer ministro Li Keqian el 16 de marzo del año pasado. Este objetivo encaja en la evolución que observamos los últimos años (véase el gráfico abajo). De continuar según el objetivo del gobierno, difícilmente se puede esperar un mayor descenso de las tasas de crecimiento en el medio plazo.



El proceso de urbanización no solamente impulsa la infraestructura sino es también una de las razones detrás del crecimiento de la clase media. Los trabajadores urbanos ganan alrededor de 3 veces más que los trabajadores rurales y así se explica en parte el crecimiento de la clase media. Otra razón es el fuerte crecimiento de la renta disponible de los trabajadores, tanto urbanos como rurales. La urbanización cuenta todavía con muchos obstáculos, sobre todo el sistema de registro („hukou“) que no permite el libre traslado de los inmigrantes a los núcleos urbanos. Por ello es imprescindible que China mantenga las reformas y cualquier análisis económico requiere igualmente un análisis del proceso de las reformas.

Otro motor de crecimiento es la llamada iniciativa de la ruta de la seda que intenta fomentar las exportaciones (lo mencioné ya en el informe anterior pero merece mencionarlo otra vez porque precisamente por la debilidad de las exportaciones adquiere más importancia).

No obstante, estas fuerzas actúan a medio plazo y en el corto plazo hay que mantener la paciencia hasta que los mercados encuentren un nuevo equilibrio, ojalá a raíz de datos positivos de la macro-economía (y más tarde de los beneficios empresariales).

Bad Homburg, 2 de septiembre de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH