



## Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



### Diversificación por tipo de activo:

49 Valores de Renta Variable:	72 %
36 Valores de Renta Fija:	20 %
Liquidez:	8 %



Rentabilidad desde 6/2011  
**+32%**

Rentabilidad media 3a  
**+8,52%**

### Diversificación por Divisas:

EUR:	56 %
USD:	19 %
CHF:	7 %
NOK:	4 %
GBP:	3 %
CNY:	3 %
MXN:	1 %
ZAR:	2 %
INR:	1 %
Otros:	4 %

### Principales valores:

Allianz:	7,3 %
BMW:	6,4 %
BASF:	5,7 %
IBM:	5,3 %
Roche:	4,9 %
Yara:	4,5 %
Intel:	4,1 %
BHP:	2,8 %
Unilever :	1,9 %
ABB:	1,6 %

### Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	44 %
EE.UU.:	23 %
Suiza:	9 %
Noruega:	6 %
Australia:	2 %
Inglaterra:	4 %
Países Bajos:	3 %
Sur Europa:	2 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe  
**1,1**

Volatilidad 3 años  
**7,34%**

Máxima caída 4 años  
**15,9%**

## Informe de mercado - Septiembre de 2015

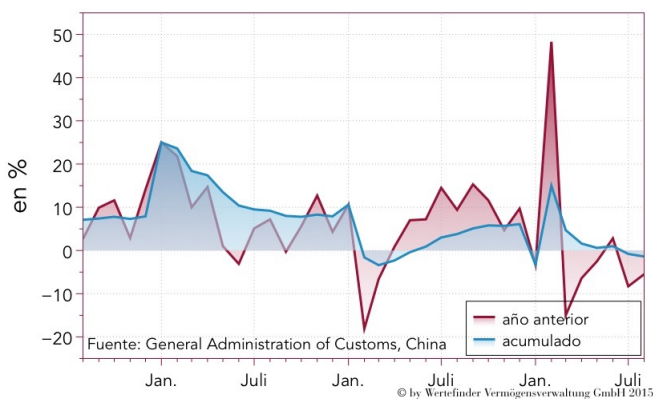
- Incremento de las ventas minoristas en China al 10,8 %
- Exportaciones en China en el mes de agosto con caída menor que en julio
- Tercer mes de un descenso de las ventas de coches en China
- Nuevo incremento de las importaciones de mineral de hierro en China
- Crecimiento en la zona euro más moderado
- Índice IFO en Alemania con subida débil a pesar de las turbulencias en China
- Producción del petróleo en EE.UU. continua su descenso
- **Demanda de petróleo con fuerte subida, máximo en cinco años!**

## General

Cuando ya pasaron las malas noticias procedentes de China y había razones para más optimismo en los mercados, las bolsas recibieron otro palo: El escándalo de la manipulación de las emisiones en Volkswagen. Es difícil recordar un momento en que en tan solo dos días un solo valor de un índice importante bursátil como el DAX pierda más del 40 %. Volkswagen ha arrastrado no solamente otras acciones del sector auto (fabricantes como proveedores) sino también otros índices europeos. Incluso se ha empezado a poner en duda todo el modelo de exportación y la confianza en Alemania. Sobre Volkswagen se ha escrito mucho y este no es el lugar para entrar en más detalles. Pero hay que aclarar que otras compañías (sector auto, alimentación, etc.) en otros países anteriormente también estaban involucrados en escándalos y no por ello su negocio ha quedado eternamente mermado. La marca „made in Germany“ puede sufrir un daño temporal. Sin embargo, con el curso del tiempo los compradores de máquinas y productos que día tras día utilizan estos productos sin fallos se olvidan del „caso Volkswagen“ y van a mantener la fidelidad a la gama alemana. Por otro lado, Volkswagen va a tener que luchar duro para recuperar la confianza perdida y así justificar los precios más altos que pide en relación con algunos de sus competidores.

Más allá de Volkswagen, cuáles han sido los acontecimientos del mes pasado? En primer lugar es la decisión de la Reserva Federal de aplazar otra vez su decisión de subir los tipos de interés, lo cuál provocó otra vez volatilidad al aumentar la incertidumbre. En China conocimos los datos de las exportaciones y sus detalles: En julio las exportaciones bajaron un 8,3 % y con este dato empezaron las caídas en las bolsas ..., así que el hecho que en agosto bajaron solo un 5,5 % era un dato bueno y causó en su momento incluso subidas en las bolsas (véase el gráfico abajo para la evolución de las exportaciones).

Exportaciones en China



Los dos índices PMI mostraron otro descenso pero esta vez las reacciones en los mercados fueron más moderadas. En Brasil la moneda alcanzó un nuevo mínimo histó-

rico a pesar de algunas reformas iniciadas. En Alemania, aparte de Volkswagen, las noticias diarias que ocupan los medios es el número creciendo de fugitivos y los retos de su alojamiento y integración. Ante este escenario solo sorprende que las elecciones en Cataluña y Grecia no provocaron más disturbios en las bolsas.

## Análisis macro-económico

### EE.UU.

El entorno económico en EE.UU. se mantiene sin grandes cambios. La economía se beneficia de los motores de crecimiento y la creación continua de nuevos puestos de trabajo. Ante este entorno los acontecimientos fuera de EE.UU. en China y mercados emergentes no afectan mucho a la economía. Como señalé en mi informe anterior, el peso de las exportaciones en la composición de la economía americana es muy pequeño y así no afecta tanto a la buena marcha (pero si a algunas compañías). El sector industrial sufre por la caída de las inversiones, pero como vimos el mes pasado con la publicación del PIB, parece que las inversiones en nueva tecnología superaron este efecto (por cierto, en la tercera estimación del PIB se ha otra vez aumentado la tasa de crecimiento, del 3,7 % al 3,9 % y así la economía muestra todavía más vigor que anteriormente pensado). Este último aumento se debe sobre todo al consumo, pero también a las inversiones. Es interesante observar que las inversiones quedaron bastante afectados por los cierres de la perforación. De no ser así la economía habría demostrado un crecimiento más fuerte (según cálculos del Council of Economic Advisors la perforación ha restado el 0,6 % del total del 2,2 % de crecimiento durante los primeros seis meses).

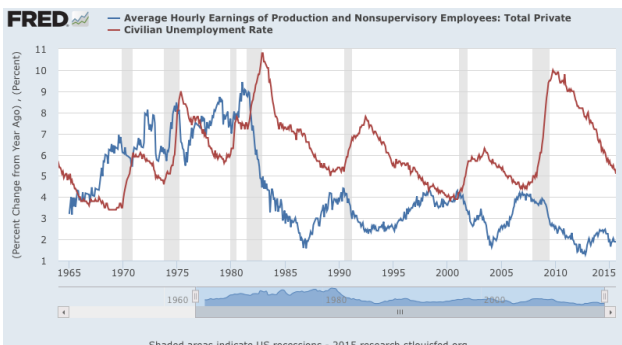
EE.UU. sigue demostrando en que muchas de sus compañías son líderes tecnológicos. Solo hay que pensar que Apple plantea fabricar su propio coche para entender la capacidad innovadora de las compañías americanas.

El buen entorno motivará la Reserva Federal al fin y al cabo de subir los tipos todavía este año. Sorprende que no lo hicieron en septiembre porque la incertidumbre propicia más daños que el hecho. Como en diciembre hay menos liquidez sería razonable de dar el paso en octubre, o decir de una vez que no subirán los tipos durante MUCHO tiempo. El argumento principal de la Fed es la esperanza que la inflación alcance su meta del 2 %. Hoy por hoy hay pocos indicios de tal subida pero la Fed argumenta que una vez que la bajada de las materias primas desvanece, la inflación vuelve a subir. Parece que esta es también la opinión de los mercados, porque la inflación implícita que se deriva de los tipos apunta precisamente hacia este 2 % (aunque han bajado bastante recientemente como muestra el siguiente gráfico).

No obstante, es difícil imaginar una subida al 2 % tan solo por el efecto de la futura estabilidad de las materias primas. Hace falta algo más: Un subida de los salarios.



En este sentido la Fed argumenta (sobre todo James Bullard de la Reserva Federal de St. Louis) que la bajada de la tasa de desempleo provocará tarde o temprano una subida salarial. Está claro que la Fed no puede esperar hasta que se produzca el hecho, pero como muestra el siguiente gráfico la relación entre el desempleo y la presión salarial ha roto al menos los últimos años. De allí el dilema de la Fed y la tardanza en subir los tipos. Los datos de este viernes del mercado laboral van a aclarar la postura de la Fed (datos sobre el mercado laboral se publican cada primer viernes del mes y suelen ser los datos más importantes del mes para los mercados financieros). Cada vez más analistas opinan que la indecisión de la Fed en mover los tipos daña mucho más a la economía y los mercados que el tomar finalmente una decisión. Como es sabido, a las bolsas no les gusta la incertidumbre.



## Europa

En Europa la economía ha perdido algo de vigor como queda patente por la evolución del índice preliminar PMI de manufacturas que descendió en septiembre tres décimas y se situó en 52, el menor nivel en cinco meses. El índice PMI de servicios también retrocedió un poco. Por otro lado, el European Sentiment Index elaborado por la Comisión Europea muestra en septiembre una subida notable.

En Alemania los datos son mixtos: Mientras el indicador Ifo de confianza empresarial aumentó en septiembre una décima, hasta 108,5, y se situó en el nivel más elevado desde mayo, el indicador de confianza de los consumidores (elaborado por GfK), descendió dos décimas en septiembre, hasta 9,9 (el descenso de este indicador refleja probablemente la preocupación de los alemanes ante el diluvio de fugitivos). El tema de los inmigrantes

ocupa gran parte de las noticias diarias en Alemania. Para este año se espera un millón, en estos días cada día hasta 10.000 personas, y está cada vez más claro que Alemania llega pronto a sus límites para acoger tal número de personas. La política se mueve lento y gran parte de la discusión aborda los temas de cómo se redistribuye la carga financiera entre el estado central, los Länder y los municipios (cuando habría que pensar rápidamente dónde y cómo crear viviendas, escuelas, etc.). Al menos el gobierno se mueve para crear medidas específicas destinadas a fomentar la integración, como por ejemplo cursos de idioma.

En Francia y Italia las economías muestran signos de recuperación, pero en el caso de Francia preocupa el descenso del empleo que descendió al ritmo más acusado en diez meses (no obstante, el temor al paro descendió y la opinión sobre la capacidad de ahorro de las familias se recuperó de forma notable). Aunque el crecimiento del PIB en el segundo trimestre de Francia sitúa Francia en la cola de la zona euro, es de esperar que el mejor ánimo de los consumidores y el fuerte crecimiento de los préstamos (véase mi informe del mes anterior para un gráfico) provoque nueva fuerza a la economía.

España se sitúa entre las economías más fuertes de la zona euro (solo Irlanda crece más), impulsado por las exportaciones y el descenso de las materias primas. En concreto, las ventas españolas al exterior registraron en julio (último mes disponible) un nuevo máximo anual en el periodo enero-julio desde el inicio de la serie histórica (1971)! Este buen dato sobre las exportaciones pone de relieve que el estado de la economía mundial no puede ser tan malo como pueden sugerir los datos procedentes de China y de los países emergentes.

Favorecido por la bajada de la energía, España ahorró la suma de alrededor 7.000 millones de euros, lo cual mejoró sustancialmente el déficit energético. No obstante, precisamente en España nos enfrentamos con un riesgo político - Cataluña y las elecciones generales. La economía no es tan fuerte para soportar muchos meses de incertidumbre y esperamos que igual que en Escocia se encuentre un modo de compromiso.

## China

China se encuentra en el punto de mira de todas las noticias diarias, pero no por ello la calidad es la deseada: Un ejemplo es una frase esta mañana en la Frankfurter Allgemeine Zeitung, diciendo que la economía china está tambaleando .... (si la economía china tambalea me pregunto que ocurre con la economía europea ...).

Los mercados y medios de comunicación publican sobre todo los datos del sector secundario y se obsesionan con cada detalle de este sector, dejando atrás datos sobre el sector terciario (la excepción notable es el semanal británico The Economist que incluso en su edición de la semana pasada dedica todo un artículo sobre el tema del consumo chino). En el consumo hay que dife-

reñiar varios componentes, entre ellos las ventas minoristas y los servicios. Y en este sector se encuentran noticias positivas: Entre los datos positivos se encuentran las ventas minoristas que incluso subieron (véase el gráfico abajo) el mes pasado. Las ventas al por menor captan solamente una parte del consumo total y nos hacen falta datos sobre los servicios para complementar nuestro análisis de la economía.

### Ventas al por menor en China

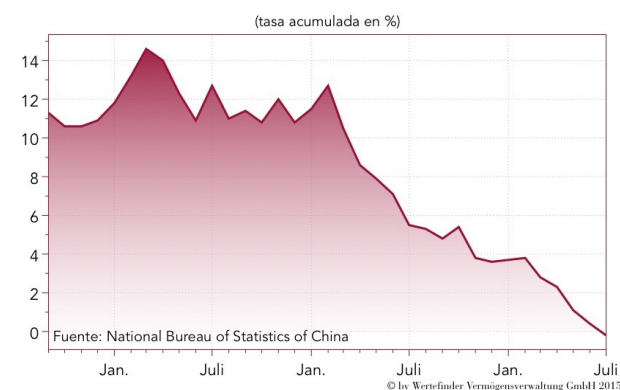


Ante la falta de datos sobre los servicios (que según analistas explican el 40 % del total del consumo), creo que como indicador se puede hacer hincapié en los datos de la renta disponible de los hogares. Sabiendo que estos suben a un ritmo anual alrededor del 7 % es prematuro anunciar una mayor desaceleración de la económica china!

Otro dato que confirma la fuerza del consumo es el gasto de los chinos para el turismo. En este sentido el llamado indicador de Le Keqian (el primer ministro chino) que se basa en el consumo de la electricidad y la carga en ferrocarriles tampoco sirve de mucho, porque ignora los servicios (y si otros datos chinos no son fidedignos estos datos pueden ser manipulados igualmente).

Del lado positivo hay que mencionar también la evolución de los precios de la vivienda donde ya desde hace algunos meses se observa una subida, una subida que además se extiende a cada vez más ciudades. No obstante, la construcción se encuentra en mínimos como muestra el siguiente gráfico.

### Construcción residencial en China



Entre las razones para el descenso del ritmo de crecimiento se encuentran los problemas del exceso del crédito de los municipios. El gobierno es consciente de que hay que encontrar una solución a este problema y se están buscando formulas para aliviar la carga financiera. De esta forma se podrían liberar fondos para fomentar el crecimiento. Es un solo un detalle, pero esta información corrobora mi opinión de que el gobierno está haciendo esfuerzos para frenar una mayor desaceleración. En el sector del automóvil y de la vivienda el gobierno está también introduciendo ciertas medidas para incentivar estos sectores.

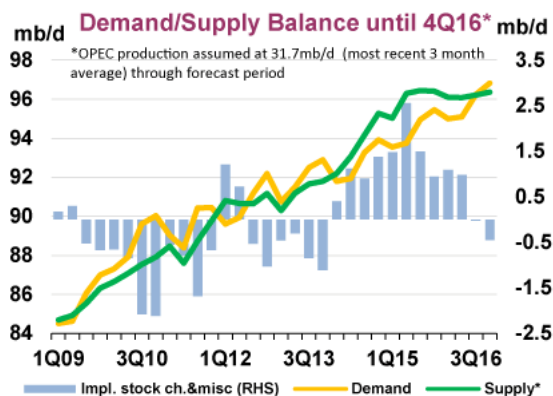
## Materias primas

### Petróleo

La producción americana continua su bajada, pero esta bajada es insuficiente para equilibrar la oferta y la demanda y por ello la presión sobre los precios continua (además queda la posibilidad de la oferta de Irán).

La estadística de China muestra que el aumento de las importaciones de crudo continua: Tasa acumulada del +9,8 %; esta tasa se mantiene ya desde hace algunos años a niveles altos y por encima del ritmo de crecimiento del PIB. Posiblemente esta demanda se debe en parte a compras de Beijing para incrementar sus reservas estratégicas.

En resumen, el superávit de la oferta sobre la demanda persiste. Según estimaciones solo en la segunda parte de 2016 podemos esperar un equilibrio (véase el siguiente gráfico publicado por la International Energy Agency). De todos modos, es una buena señal que al menos la demanda crece a un ritmo acelerado, alcanzando el mayor ritmo de crecimiento desde agosto de 2011. Este dato debe disipar los temores de que la economía global se encuentra „al borde” de una recesión como sugieren algunos medios de comunicación!



### Mineral de hierro y cobre

Es de suponer que la desaceleración del ritmo de crecimiento en China reduce la demanda para el mineral de hierro. Otro argumento es la transición de la economía hacia el consumo que debería reducir la demanda para este metal. Sin embargo, a pesar de unos meses en pri-

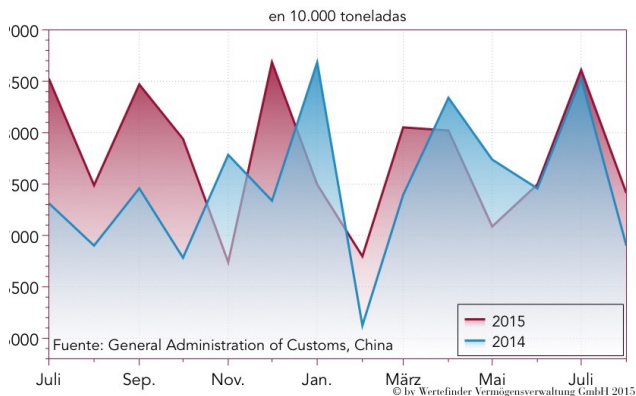


mavera de este año, no se observa todavía este descenso de las importaciones en el mineral de hierro. Al contrario, como muestra el gráfico abajo las importaciones han otra vez subido en agosto.

Al igual que el crudo y mineral de hierro, sube también la importación de cobre en China por volumen, una tasa del 12,1 % (por valor el cobre es el tercer mayor producto de las materias primas, detrás de mineral de hierro y crudo).

En resumen, los datos de las importaciones de las materias primas más importantes de China no encajan con la opinión generalizada de una desaceleración más acusada.

Importaciones de mineral de hierro de China



## Estrategia del fondo

Después de haber reducido algunos valores más cíclicos en la cartera en agosto (BHP Billiton, Royal Dutch Shell, BMW y BASF), el mes pasado entramos de nuevo en BMW y BASF después de las pérdidas que sufrió la bolsa alemana con el fraude de Volkswagen (volviendo de esta forma al peso de las posiciones del mes anterior). Aumentamos posiciones en Elring Klinger (un proveedor alemán del sector auto), Hornbach, Henkel y Unilever. Después de las fuertes bajadas del sector Biotech en EE.UU. abrimos una pequeña posición en Illumina (fabricante americano de maquinaria para llevar a cabo la secuenciación de la DNA del ser humano). Con estas compras la exposición a renta variable aumentó desde el 61 % al 72 %.

Estas últimas compras se inscriben por consiguiente en nuestra estrategia de componer y mantener una cartera que contiene un alto grado de compañías con valoraciones atractivas que dan un rendimiento por dividendo interesante. En Alemania destacan por rendimiento de dividendo los valores de Allianz (5,05%), BMW (4,79 %), BASF (4,3 %), Init (3,8 %) y Elring Klinger (3 %). En el resto de Europa destacan BHP Billiton (8,3 %), ABB (4,3 %), Yara (3,9 %), Unilever (3,4 %), Sanofi (3,3 %) y Roche (3,2 %). En EE.UU. destacan Johnson & Johnson (3 %), Intel (2,9 %), General Mills (2,9 %) y IBM (2,8 %).

En Volkswagen no hemos tenido nunca una posición (ni renta variable ni renta fija) y tampoco pensamos entrar. La exposición al sector auto asciende al 9 % y aparte de BMW incluye los proveedores Elring Klinger, Leoni y Brembo (proveedor italiano especializado en frenos).

## Evolución del fondo

El mes pasado el fondo sufrió una bajada a cierre de septiembre del 2,95 % (año 2015: -2,14 %). Entre los valores con mayor aportación positiva se encuentran Intel, IBM, Union Pacific y Sartorius. Entre los valores con mayores aportaciones negativas se encuentran BMW, BASF, Elring Klinger, BHP Billiton y Leoni. Es decir, el escándalo de Volkswagen dejó una huella por haber afectado de sobremanera a todo el sector auto. La bajada de las materias primas ha afectado a BASF y BHP Billiton (a pesar de la reducción de las dos compañías en agosto). En las monedas la mayor aportación (negativa) se debe a la devaluación de la corona noruega (debido a Yara).

## Perspectivas

En Alemania hay un dicho que describe muy bien la situación actual de las bolsas: Die Kurse machen die Nachrichten, es decir, son los movimientos en bolsa que hacen las noticias (y no al revés como debe de ser). Solo de esta forma se entiende que al caer las cotizaciones se encuentran cada vez nuevas razones para estas caídas aunque los datos no aportan nueva información.

Que la Fed va a subir los tipos tarde o temprano es sabido y la desaceleración de la economía china es un hecho que estamos observando ya desde hace algunos años. Es nuevo el mayor descenso de la ventas de automóviles en China (que en agosto cayeron otra vez un 3,4 % interanual), pero este descenso se compensa en buena parte con las mayores ventas en Europa y EE.UU. (al menos en lo que le afecta a BMW). Otro ejemplo son los datos sobre las materias primas procedentes de China. La desaceleración sirve siempre en los medios de comunicación para explicar las caídas pero como señalé arriba al menos las importaciones del mineral de hierro, petróleo y cobre no confirman esta opinión porque la demanda de China sigue subiendo, a pesar de la transición de la economía hacia el consumo y los servicios.

Creo que con las caídas muchos valores han alcanzado valoraciones que los hacen muy atractivos en comparación con los rendimientos casi cero de la renta fija. No obstante, para que las bolsas entren en aguas más tranquilas hace falta que los resultados empresariales confirmen que el nerviosismo de los mercados no se haya trasladado a los beneficios.

Bad Homburg, 1 de octubre de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

Wertefinder Vermögensverwaltung GmbH