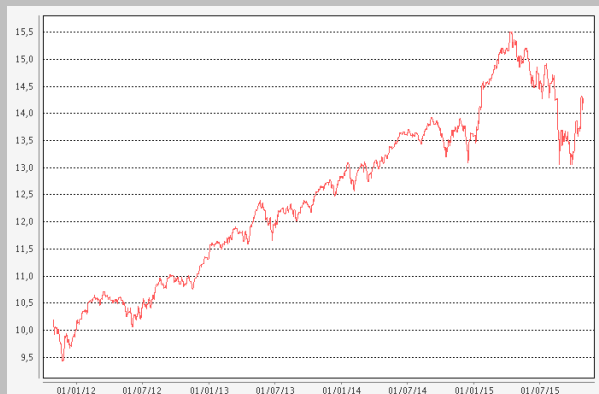


Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

55 Valores de Renta Variable:	78 %
32 Valores de Renta Fija:	15 %
Liquidez:	7 %



Rentabilidad desde 6/2011
+42%

Rentabilidad media 3a
+7,12%

Diversificación por Divisas:

EUR:	51 %
USD:	23 %
CHF:	7 %
NOK:	5 %
GBP:	3 %
CNY:	3 %
ZAR:	2 %
INR:	1 %
MXN:	1 %
Otros:	4 %

Principales valores:

Allianz:	6,7 %
BASF:	6,6 %
BMW:	6,0 %
IBM:	6,0 %
Roche:	4,9 %
Yara:	4,9 %
Intel:	4,8 %
BHP:	3,1 %
Union Pacific :	2,6 %
Unilever	2,1 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	34 %
EE.UU.:	22 %
Suiza:	7 %
Noruega:	5 %
Países Bajos:	4 %
Australia:	3 %
Sur Europa:	2 %
Hongkong:	1 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe
0,89

Volatilidad 3 años
7,63%

Máxima caída 4 años
15,9%

Informe de mercado - Octubre de 2015

- Datos macro en EE.UU. mixtos, destaca la continuada bajada del tráfico ferroviario
- PIB en China con un descenso del ritmo al 6,9 % (antes 7 %)
- Aceleración de las ventas minoristas en China al 10,9 % (antes 10,8 %)
- Exportaciones en China en el mes de septiembre con caída menor que en agosto
- Producción industrial en China desciende a tasa anual del 5,7 % (antes 6,1 %)
- PMIs en la zona euro apuntan a una leve recuperación
- Índice IFO en Alemania casi sin cambio a pesar de Volkswagen
- Índice INSEE en Francia cerca de máximos desde 2007
- Producción del petróleo en EE.UU. frena su descenso en octubre

General

Dicen que octubre es el mes más difícil para las bolsas (de hecho, en octubre ocurrió el crash del 1987), pero que los meses de enero hasta septiembre y luego noviembre y diciembre son también muy difíciles. Este año el mes de octubre ha traído alegría a las bolsas y así se confirma que no hay una regla tan simple para afirmar que un mes es más difícil que otro. Efectivamente, el mes difícil ha sido septiembre y después de este mes una corrección al alza era enteramente posible.

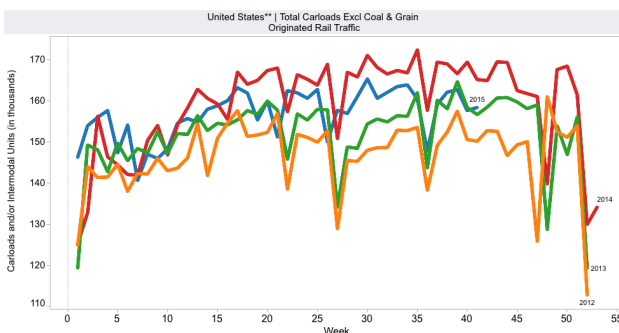
Es propio de las bolsas (y de los medios de comunicación) de fijarse en un tema (bueno o malo) y descartar noticias de otros ángulos. Este año ha sido primero el tema de Grecia, luego China y por último Volkswagen. Sobre todo las noticias económicas procedente de China dominaron durante muchas semanas el rumbo de las bolsas. Como comenté en mis informes anteriores, parece que hubo un afán de los medios de sacar precisamente las malas noticias y descartar los aspectos positivos. De esta forma no hubo una información muy equilibrada y esto explica en parte el temor de los inversores. Aunque la fuerte subida de las bolsas se debe sobre todo a los comentarios del Sr. Draghi de relajar todavía más la política monetaria en Europa, en parte el auge de las bolsas se debe también a China: Al final salieron datos algo más fuertes y no se produjo así la temida contracción fuerte de la economía.

Es de destacar que los resultados empresariales de algunas de las empresas grandes arrojaron cifras que satisficieron a las bolsas.

Análisis macro-económico

EE.UU.

El entorno económico en EE.UU. sigue siendo bueno, pero los buenos datos del segundo trimestre del PIB no se van a repetir. Los recientes datos económicos son más bien mixtos, es decir, algunos sectores muestran una fortaleza (vivienda y automóviles), mientras otros sufren por la bajada de las materias primas. Parece por lo tanto que la debilidad del sector energético y sus ramificaciones afectan a la economía más de lo que se pensaba. En este sentido se entiende también los datos del tráfico ferroviario que señalan una bajada con respecto al año pasado en casi cada mes de este año (incluso descartando los efectos del carbón y del trigo). La bajada de esta serie (véase la línea azul en el gráfico

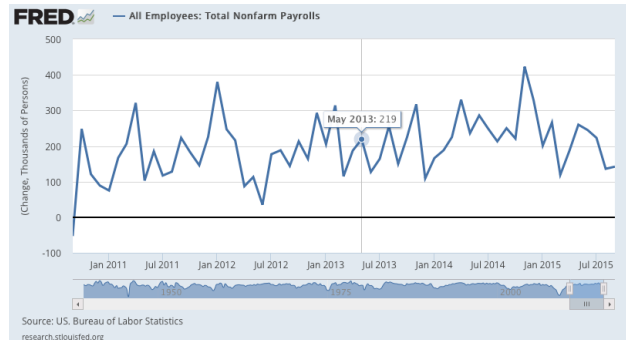


*Canada - Figures for Canada include the U.S. operations of Canadian railroads.
**United States - Figures for the U.S. excludes the U.S. operations for Canadian railroads.

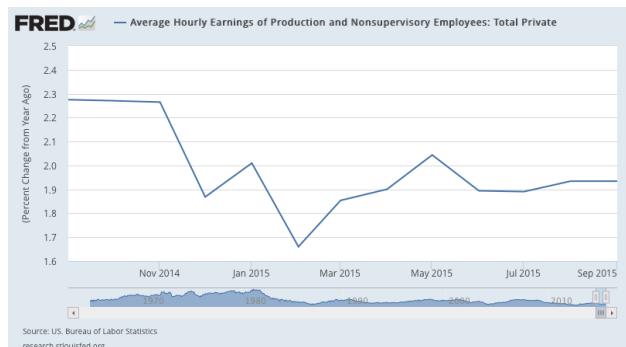


arriba) no encaja con una economía al borde de la euforia.

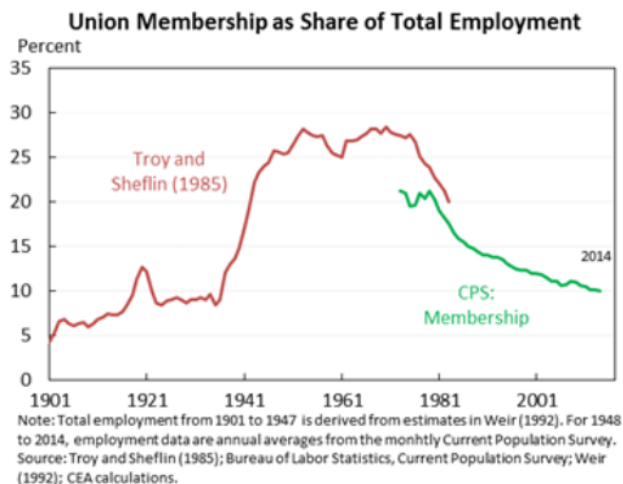
La creación de nuevos puestos de trabajo (gráfico abajo) se ha ralentizado recientemente y tampoco da signos de una economía muy fuerte.



Con ello una de las preocupaciones de la Reserva Federal por una aceleración de los salarios parece prematuro. Aunque la tasa de desempleo sigue bajando, la evolución de los salarios no refleja un aumento (en contra de lo que implica la llamada curva Philipps). En mi



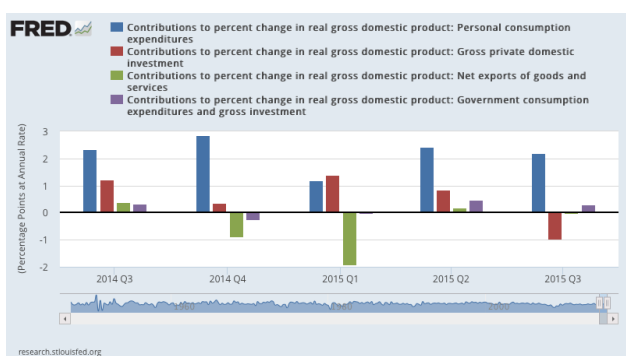
opinión, esta estabilidad se debe no solamente a los efectos de la globalización y automatización, sino también a la falta de organización de los trabajadores. El Council of Economic Advisors del White House en EE.UU. señaló recientemente que el grado de participación de los americanos en los sindicatos ha bajado con-



Note: Total employment from 1901 to 1947 is derived from estimates in Weir (1992). For 1948 to 2014, employment data are annual averages from the monthly Current Population Survey. Source: Troy and Sheflin (1985); Bureau of Labor Statistics, Current Population Survey; Weir (1992); CEA calculations.

tinuamente y se encuentra según un estudio a los niveles más bajos después de la segunda guerra mundial.

Por último, la primera estimación del PIB para el tercer trimestre pone de relieve que el crecimiento se ha moderado. Al analizar los distintos componentes del PIB es evidente que es sobre todo el consumidor el que apoya la economía. Su aportación al PIB es bastante estable. La composición del PIB pone de relieve que el sector exterior aporta muy poco al PIB (véase el gráfico abajo). En este contexto la Reserva Federal una vez más no subió los tipos de interés en su última reunión la semana pasada. No obstante, esta vez la Fed aludía por primera vez de manera explícita a la próxima reunión, lo que, en el cauteloso lenguaje de la Fed, se interpretó como un mensaje que una subida todavía este año era posible.



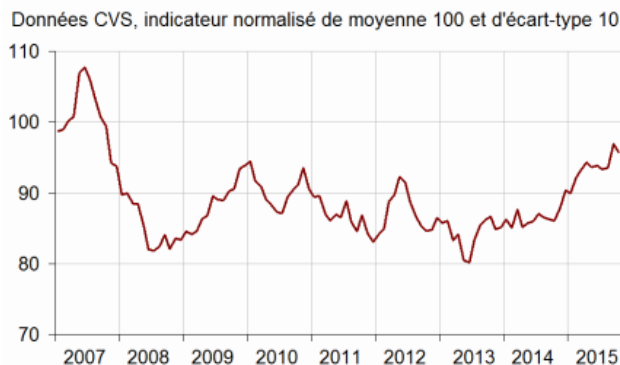
Europa

Parece que según el índice PMI la economía de la zona euro ha cobrado cierto ímpetu en octubre. Es sobre todo el componente de los nuevos pedidos que ha crecido. No obstante, el ritmo de crecimiento en Europa es demasiado débil para lograr una mayor creación de empleo. Y sin empleo y una reducción más drástica de las deudas, cualquier mejora del crecimiento es vulnerable a efectos ajenos negativos. En este contexto, Mario Draghi resaltó en la reunión del día 22 de octubre del Consejo de Gobierno del BCE, que existen preocupaciones sobre el crecimiento de los mercados emergentes y la evolución de las materias primas.

Por países, en Alemania es de destacar que el importante índice IFO (que mide la confianza de los empresarios) no quedó afectado por el escándalo de Volkswagen. Bajó solo un 0,3 a 108,2, mientras las perspectivas para los próximos seis meses han incluso subido. En las noticias, el tema que ocupa el primer lugar es la situación de los refugiados. Actualmente se discute un coste de 10.000 millones en el 2016, pero al menos por el momento se descarta incrementar la deuda (o subir impuestos) por este desarrollo. Más adelante nos preguntamos cómo afecta esta crisis al conjunto de la UE y al riesgo del Brexit.

En Francia, el índice de confianza de los hogares publicado por la agencia Insee ha descendido ligeramente un punto el mes pasado y se sitúa en el 96. Como muestra

el siguiente gráfico, este índice ha alcanzado el mes pasado el más alto nivel desde octubre de 2007.



China

Después de las turbulencias en la bolsa china y el mal comportamiento de los PMI en China, los mercados esperaron con ansiedad la publicación del PIB del tercer trimestre.

El PIB creció un 6,9% interanual, una décima menos que en los dos trimestres precedentes. La reacción de los mercados y analistas ha sido mixto: En parte alivio, porque no se produjo una bajada mayor, en parte incredulidad porque no se creen los datos, en parte decepción, porque es el ritmo menor después de la crisis financiera en 2008. Al final los mercados han entendido que es un buen dato, porque este dato confirma que prosigue el cambio en la estructura de producción, ya que el sector terciario contribuyó al 51,4% del crecimiento del PIB en los tres primeros trimestres del año (2,3 puntos porcentuales más que en el mismo periodo del año previo).



Sources: IMF, Primary Commodity Price System; and IMF staff calculations.
Note: The figure shows the actual and fitted annual growth rate of the metal price index. The fitted growth rate is based on the regression of the annual growth rate of the metal price index on the annual growth rate of China's industrial production.

Se confirma así que el consumo es el nuevo tirón del PIB. Las ventas minoristas por ejemplo han acelerado su ritmo de crecimiento hasta un 10,9 % (mes anterior 10,8%). Suben también las ventas de casas y suben igualmente los precios de la vivienda.

Por otra parte, la producción industrial pierde casi cada mes vigor (la tasa de crecimiento bajó el mes pasado al 5,7 % interanual después del 6 % el mes anterior) y es este sector el que determina los precios de las materias primas. Según un estudio reciente del IMF existe una estrecha correlación entre la producción industrial en China y el comportamiento de los precios de las materias primas (véase el gráfico arriba que muestra esta correlación).

No obstante, un análisis más detenido de la composición del PIB china revela que es el sector de finanzas (que explica casi un 10 %) el que muestra el mayor crecimiento con un 16 % (precisamente después de la crisis bursátil se esperaba un descenso mayor de este sector).

En cuanto a las perspectivas de la economía china hay que constatar que el cambio de la estructura es un proceso controlado y deseado. Además, la economía china se beneficia de una serie de motores de crecimiento (urbanización, nueva ruta de la seda, crecimiento de la clase media) que aseguran que el crecimiento se mantiene a niveles altos. Aunque la producción industrial „solo“ ha subido el mes pasado un 5,7 % (tasa interanual), es un aumento muy fuerte y considero erróneo calificar este ritmo como „decepcionante“ o de hablar de una „disminución“. La trayectoria de la producción industrial encaja en el plan del gobierno de transformar la economía. No olvidemos que el gobierno dispone de varias medidas para conseguir su objetivo (rebajado al 6,5 % la semana pasada). Por un lado, son los motores antes mencionados, por otro lado los tipos relativamente altos en el contexto mundial dejan todavía libertad para bajar los tipos de interés.

Con todo, extraña que la narrativa actual descarta las evoluciones positivas y el potencial de crecimiento en China. Muchas veces se publican datos puntuales sin considerar el contexto.

Materias primas

Petróleo

La producción americana ha frenado en octubre su caída y se mantiene casi sin cambios a un nivel alrededor de 9,1 millones de barriles diarios. A la vez que la producción es estable suben otra vez las existencias por la demanda insuficiente. A nivel global continua así la sobreoferta y según los analistas no cabe esperar un equilibrio hasta finales de 2016 (a no ser que Irán también puede exportar petróleo en cuyo caso el equilibrio se retrasaría).

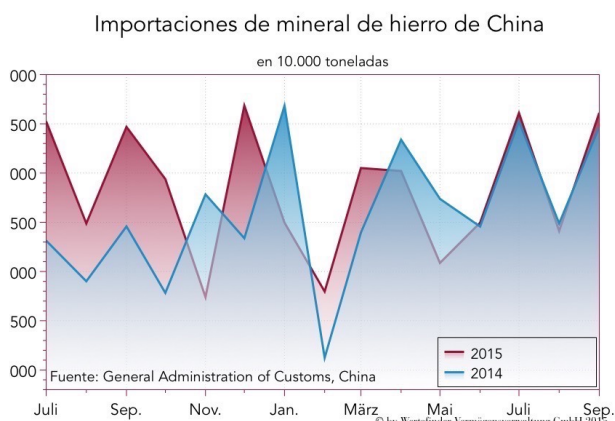
La estadística de aduanas de China muestra que el aumento de las importaciones de crudo continua: Tasa acumulada del +8,8 % (mes anterior: +9,8 %).

En resumen, mientras la sobreoferta continúe a nivel global, es probable que se mantengan los precios bajos todavía durante mucho tiempo.

Mineral de hierro y cobre

China consume alrededor de la mitad de la producción global del mineral de hierro y por ello las importaciones de China son de suma importancia. La lógica de los mercados es que el descenso del ritmo de crecimiento y el cambio de la estructura de la economía lleva consigo una menor demanda para el mineral de hierro. Efectivamente, se observa (véase gráfico siguiente) un menor ritmo de crecimiento, pero la importación sigue todavía creciendo en la mayor parte de este año (tasa interanual). La caída de los precios se debe por consiguiente solo al aumento de la producción (y la expectativa de una menor demanda por parte de China). No obstante, según el estudio arriba citado del IMF parece que influye en los precios más bien la demanda que la oferta.

Ocurre igual con el cobre, pero en el caso del cobre observamos todavía unas tasas de crecimiento de las importaciones alrededor del 10 %.



Estrategia del fondo

Después de los cambios en la cartera realizados en verano dejamos la cartera sin modificaciones. No obstante, debido a la pequeña retirada de liquidez y el fuerte aumento de la renta variable en el mes, la exposición a renta variable aumentó al 78 % (redujimos posiciones en los valores cuyo peso se había incrementado por sus fuertes subidas).

Evolución del fondo

El mes pasado el fondo subió a cierre de septiembre un 7,85 % (año 2015: +4,95 %). Entre los valores con mayor aportación positiva se encuentran las posiciones con mayor peso (en el orden de aportación positiva): BMW, Allianz, Yara, Intel y BASF. Conjuntamente este grupo aportó a la cartera un 3,9 %. El segundo grupo de valores (más pequeños y/o con menos peso) como Unilever, Elring Klinger, Symrise, Flowserve y Aalberts aportó un

0,85 %. Muchos de los otros valores aportaron en promedio un 0,06 % - 0,08 % a la cartera. Los dos valores con mayor aportación negativa son IBM (-0,16 %) y Leoni (-0,23 %). Leoni sufrió una bajada muy fuerte después de resultados de la cual no se ha recuperado enteramente. Es de destacar que el motivo de la bajada del EBIT de Leoni se debe precisamente al éxito de sus ventas, es decir Leoni goza de un negocio excelente, pero para realizar todas las ventas ha tenido que incurrir en gastos adicionales. Leoni se encuentra entre los proveedores alemanes del sector auto que más puede beneficiarse del coche „autónomo“.

La exposición a monedas ha contribuido positivamente con aproximadamente un punto. La contribución procedente de la renta fija consiste casi solo de los cupones.

Perspectivas

Las palabras de Mario Draghi fueron sin duda el desencadenante de la subida de las bolsas en octubre. No obstante, los mejores datos de China y los resultados empresariales dieron también un nuevo ímpetu a las bolsas. De esta forma se confirmó que las fuertes bajadas en septiembre eran injustificadas.

Más adelante, cual es la lectura de la economía global y las perspectivas de las bolsas? Nos encontramos (como siempre) con un mundo lleno de riesgos y crisis. No obstante, las economías en los grandes bloques, China, Europa y EE.UU. prosiguen su crecimiento. En China se produce la esperada desaceleración (controlada), en Europa observamos una recuperación débil y en EE.UU. observamos un crecimiento más moderado. Los mercados emergentes ofrecen un panorama mixto, hay que diferenciar entre los ganadores de los bajos precios de las materias primas y los perdedores.

A pesar de la incertidumbre, los resultados empresariales ponen de manifiesto que un gran número de las empresas ha sabido aumentar sus ventas y beneficios. Aunque los pronósticos para el crecimiento global y las distintas regiones van cambiando, el entorno económico sigue siendo positivo y ante una valoración moderada (sobre todo en Europa) la renta variable mantiene su atractivo.

Acerca de Wertefinder

Al día de hoy se ha incorporado a la plantilla de Wertefinder un nuevo compañero de nacionalidad española, Angel Jiménez Sánchez. Angel es licenciado en ciencias matemáticas y tiene una amplia experiencia en la banca, sobre todo en la gestión de riesgos financieros.

Bad Homburg, 1 de noviembre de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH