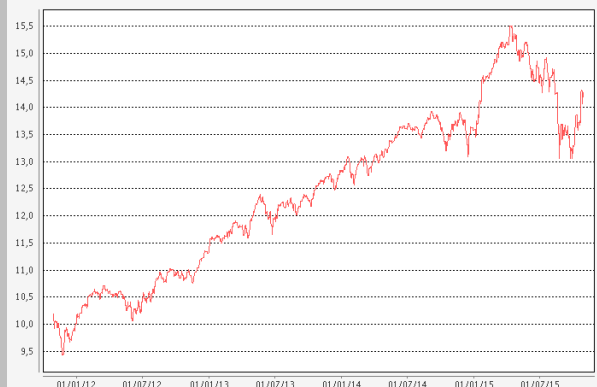


Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

55 Valores de Renta Variable:	70 %
32 Valores de Renta Fija:	14 %
Liquidez:	16 %



Rentabilidad desde 6/2011
+46%

Rentabilidad media 3a
+9,84%

Diversificación por Divisas:

EUR:	54 %
USD:	20 %
CHF:	7 %
NOK:	5 %
GBP:	3 %
INR:	3 %
MXN:	2 %
ZAR:	2 %
AUD:	1 %
Otros:	3 %

Principales valores:

Roche:	5,4 %
BMW:	5,2 %
BASF:	5,0 %
Yara:	4,9 %
Allianz:	3,7 %
Intel:	3,6 %
IBM:	2,9 %
BHP:	2,5 %
Unilever:	2,3 %
Johnson:	2,1 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	44 %
EE.UU.:	22 %
Suiza:	7 %
Noruega:	5 %
Países Bajos:	4 %
Australia:	3 %
Sur Europa:	3 %
Hongkong:	1 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe
1,1

Volatilidad 3 años
8,53%

Máxima caída 4 años
15,9%

Informe de mercado - Noviembre de 2015

- Revisión al alza de la primera estimación del PIB del 1,5 % al 2,1 % en EE.UU.
- Coste laboral en EE.UU. con fuerte subida en octubre
- PMIs en China sin sorpresas
- Aceleración de las ventas minoristas en China al 11 % (antes 10,9 %)
- Exportaciones en China con nueva debilidad
- Importación de mineral de hierro en China con descenso
- Producción del petróleo en EE.UU. sin cambios en noviembre

General

Según todos los indicios parece que este año no es Santa Claus quien trae los regalos de Navidad sino la Reserva Federal de Estados Unidos junto con su compañero Mario Draghi. En vista de la política monetaria de estas dos entidades el dólar se está reforzando y como sabemos un dólar fuerte es bueno para la economía europea y por consiguiente para las bolsas europeas. Así en pocas palabras se entiende el reciente auge de las bolsas en noviembre. Detrás de esta simple explicación se esconden razones más complejas, y este informe trata de aclarar el estado de la economía global. Como siempre utilizo los datos de las fuentes primarias (a los que cualquier inversor también tiene acceso). El reto es diferenciar entre los datos esenciales y el „ruido“ (o como dicen los ingleses y americanos, „differentiate between the signal and the noise“). Haciendo este análisis vemos que el estado de la economía global es más flojo en el 2015, pero en el 2016 ya se espera una nueva aceleración. En concreto, según la más reciente estimación de la OECD se espera que el crecimiento pasa del 2,9 % en 2015 al 3,3 % en 2016.

Análisis macro-económico

EE.UU.

Es habitual que las primeras estimaciones del crecimiento del PIB en EE.UU. sufran revisiones en los meses siguientes. El trimestre pasado ha sido así otra vez y se incrementó la estimación del 1,5 % al 2,1 %. El cambio se debe casi enteramente a la revisión de los inventarios que bajaron menos de lo esperado. Por ello, para analizar el crecimiento subyacente de la economía americana es mejor centrarse en el crecimiento del PIB sin los componentes volátiles de los inventarios, sector exterior y sector público. Haciendo este análisis resulta un crecimiento de la demanda sostenible del 3,2 % durante los últimos cuatro trimestres.

En vista de este crecimiento es previsible que el mercado laboral continúe su mejora. Según la Reserva Federal el descenso de la tasa de desempleo lleva tarde o temprano a un aumento de los costes laborales. De hecho, el mes pasado observamos por primera vez en mucho tiempo una subida de los costes laborales más acentuada. Como muestra el gráfico los costes subieron un 2,5 %, la mayor subida desde el 2009.



No obstante, no está claro si este incremento ya refleja una subida generalizada porque la subida se debe principalmente solo a dos sectores (uno de ellos acusó el mes anterior una bajada fuerte). Aun así, el entorno de la economía americana es bueno y la Reserva Federal debe actuar antes de que realmente se manifiesten incrementos salariales más fuertes.

Europa

En Europa los datos duros del PIB del tercer trimestre confirman la misma trayectoria que en el segundo trimestre: España, la cuarta economía de la zona euro con un peso del 10,3 %, sigue siendo la locomotora e incrementa su PIB un 0,8 %. Con un 0,3 % las dos economías principales Alemania y Francia quedan atrás. Los datos más recientes de los PMIs sugieren que el crecimiento continúe de forma moderada a pesar de la incertidumbre relacionada con los refugiados y actos de terror en París. Mientras la tasa de crecimiento es positiva es preocupante la composición del PIB ya que se basa sobre todo en el consumo privado. Esta evolución no sorprende porque ante la bajada fuerte de los precios del petróleo y los costes energéticos tanto hogares y empresas ganan poder adquisitivo. El consumidor alemán se beneficia de incrementos salariales e incrementos de las pensiones que ascienden casi al 5 %. A corto plazo el consumo se beneficia igualmente de los gastos de los refugiados que se transforman directamente en consumo (unos 15.000 millones de euros, es decir el PIB se incrementa por este componente un 0,5 %). Con esta evolución Alemania pierde rápidamente competitividad porque el aumento de los costes salariales supera el incremento de la productividad. Más preocupante es la falta de inversiones, no solo en Alemania sino toda la zona euro. El llamado „plan Juncker“ intenta enfrentar este problema al crear inversiones por más de 315.000 millones, es decir alrededor de 1 % del PIB de la zona euro (en el plazo de tres años). La idea principal es apalancar aportaciones de los estados miembros de la UE por importe de 21.000 millones para llegar a los 315.000 millones de euros. Más adelante se espera que mediante efectos secundarios se logre un incremento del PIB europeo de 410.000 millones y la creación de 2 millones de puestos de empleo. Mientras la idea de fomentar la inversión mediante esta iniciativa es buena, hay dudas si se logra la suma final porque se requiere un apalancamiento de 21 veces y posiblemente algunos proyectos se hubieran realizado incluso sin este plan.

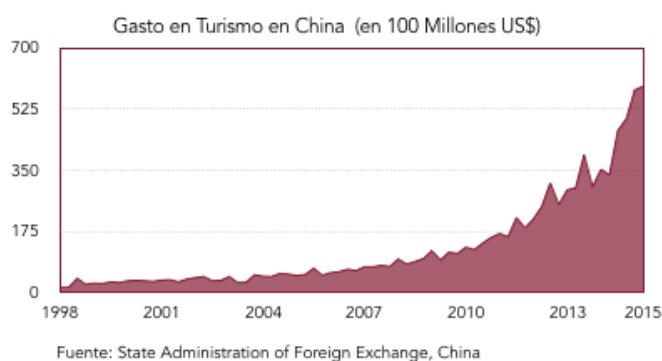
Este jueves se espera una nueva relajación de la política monetaria del BCE. A estas alturas hay como siempre dos grupos, unos opinan que el BCE no va a decepcionar los mercados, otros opinan que ya se ha descontado un gran paso y que no cabe esperar un nuevo estímulo para las bolsas. Sea como sea la reacción inicial de las bolsas, el resultado va a ser una nueva relajación que dejará su efecto positivo en el atractivo de la renta variable frente a la renta fija.

China

El entorno de la economía china no ha cambiado durante el mes pasado: Los PMIs (el PMI oficial y el PMI de Caixin/Markit), que provocaron en verano caídas en las bolsas, esta semana no han sorprendido y confirman la desaceleración moderada. Es significativo que las exportaciones mostraron otra vez una debilidad ya que cayeron una tasa interanual de un 6,9 %. Con ello la tasa acumulada alcanza el -2,5 % este año. Con respecto a la composición de las exportaciones por países, se observa que las exportaciones a Europa siguen en territorio negativo (-8,3 %) mientras las exportaciones a Asia moderan su crecimiento. Esta evolución hace pensar que las autoridades chinas podrían tener interés por una devaluación del Renminbi en un futuro.

A pesar del cambio de modelo en China hacia el consumo y la consiguiente moderación del crecimiento las perspectivas siguen siendo buenas. Como señalé en los informes anteriores China dispone de importantes motores de crecimiento que apoyan el crecimiento. Se trata sobre todo del proceso de urbanización que supone inversiones importantes en la infraestructura para cumplir con el objetivo del gobierno de conseguir que hasta el 2020 el 60 % de la población viva en los núcleos urbanos. El gobierno tiene la voluntad y capacidad de conseguir este objetivo. Molesta únicamente que parece que se consigue este objetivo a costa de un incremento de las deudas.

Según las estadísticas chinas el consumo ya aporta más de la mitad al PIB. En concreto, las ventas al por menor incluso muestran una nueva aceleración y por el incremento de la renta disponible (alrededor del +7 %) se espera que los servicios muestren igualmente un fuerte incremento. Muchos analistas tienen dudas hasta qué grado los datos chinos sean ciertos. Por muchas dudas que haya, los datos de los turistas chinos que encontramos en las tiendas y aeropuertos no son falsificados! Y incluso las cifras oficiales confirman el incremento del turismo chino como muestra el gráfico siguiente:

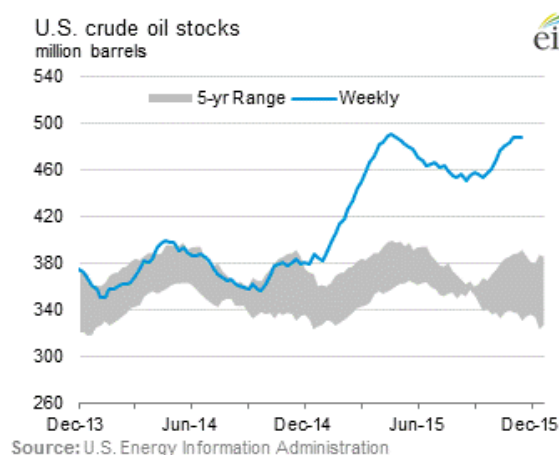


El gobierno prevé un crecimiento del 6,5 % en el futuro y en conjunción con los motores de crecimiento y libertad para bajar los tipos de interés este objetivo es alcanzable en nuestra opinión. El temor de un aterrizaje brusco en verano resulta por lo tanto equivocado!

Materias primas

Petróleo

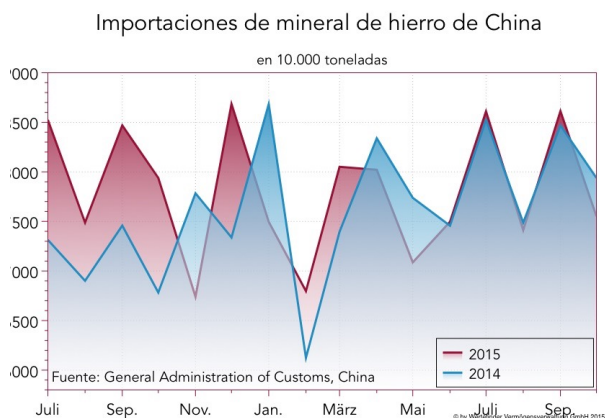
El precio del petróleo ha mantenido su tendencia bajista en noviembre. Es significativo que ya desde finales de agosto la producción americana se ha mantenido a los niveles anteriores. Parece que ante un precio más o menos estable sigue siendo rentable producir petróleo mediante la técnica del „fracking“ ya que los costes de exploración bajan. Ante la estabilidad de la producción en EE.UU. y la falta de una aceleración de la demanda las existencias siguen sin grandes cambios y así falta un importante incentivo para el soporte de los precios. De igual importancia es la posible exportación de petróleo por Irán una vez que se hayan levantado las sanciones. Se habla de 1.000.000 barriles diarios de petróleo de oferta adicional. Para entender el significado de esta oferta adicional hay que verla en el contexto de la reducción de la producción en EE.UU. desde máximos: Solo asciende a 500.000 barriles diarios.



En el corto plazo la clave será la actitud de Arabia Saudí en cuanto a una posible reducción de su producción. Hace ahora exactamente un año Arabia Saudí tomó la decisión de no cortar la producción ante la caída de los precios para equilibrar la demanda (como lo hacía en otros años). Al contrario, el país aumentó su producción y contribuyó al desplome de los precios. Es poco probable que Arabia Saudí en la reunión de la OPEP esta semana cambie esta postura y por lo tanto esperamos una continuación de los precios bajos o incluso otra bajada. Sin embargo, no debemos perder de vista que en algún momento la producción sufrirá por las reducciones en la inversión y por lo tanto los precios pueden subir rápidamente una vez que se manifieste un cambio en la actual sobreoferta.

Mineral de hierro y cobre

El mes pasado observamos por primera vez desde hace muchos meses una clara bajada de la importación de mineral de hierro en China (véase el gráfico abajo). Al contrario de lo que hace pensar la bajada del precio del cobre, la importación de cobre por China sigue incrementando al ritmo del 9 %.



Estrategia del fondo

En relación con la subida de las bolsas redujimos inicialmente la exposición a la renta variable hasta un 68 %. Posteriormente aumentamos la renta variable hasta situarse actualmente en el 70 % (en primer lugar debido a la subida de la renta variable en el fondo).

Dentro de la estrategia de reducir riesgos en el fondo vendimos la posición entera en Union Pacific y la posición entera de los bonos denominados en Renminbi (de esta forma redujimos también la exposición al dólar ya que el Renminbi está vinculado al dólar). El motivo de la venta de Union Pacific ha sido el continuo deterioro del tráfico ferroviario en EE.UU., que afecta no solamente el carbón y el petróleo (una evolución esperada) sino también la otra rama importante de los contenedores. Aunque la bajada del precio del crudo afecta de forma positiva a los costes del combustible (y por ello el EBIT casi no sufrió el trimestre pasado), la cotización sigue sufriendo por una falta de perspectivas buenas en el corto plazo.

El cierre de la posición en Renminbi (ya en verano redujimos una parte) se debe a la reanudación de la debilidad de las exportaciones en China.

Evolución del fondo

El mes pasado el fondo subió a cierre de noviembre un 2,41 % (año 2015: + 7,49 %).

Entre los valores con mayor aportación positiva se encuentran los siguientes valores que aportaron cada uno más de un 0,20 % (en el orden de aportación positiva): BMW, Allianz, BASF, Yara, Illumina y Elring Klinger. Conjuntamente este grupo aportó a la cartera un 2,2 %. El segundo grupo de valores con aportaciones entre el 0,10 % y 0,20 % positivo consiste de los valores de Diasorin, Intel, Aalberts, MTU y Amorim (total aportación 0,70 %). Los valores de empresas medianas Brembo, Symrise, Isra Vision y Sartorius alcanzaron nuevos máximos históricos y aportaron un 0,30 % conjuntamente. Los valores con una aportación negativa son BHP Billiton (-0,76 %), Init (-0,08 %), Abengoa (-0,08 %) y Sanofi (-0,03 %).

La exposición a monedas ha contribuido positivamente con aproximadamente un 0,25 %. La contribución procedente de la renta fija consiste casi solo de los cupones, aparte de la pequeña posición del bono de Abengoa que aportó un -0,15 %.

Perspectivas

En el corto plazo la actuación de las bolsas está dominada por la política monetaria de la Reserva Federal y el BCE. Cualquier inyección de liquidez adicional e incremento del margen entre los tipos en EE.UU. y Europa es bueno para las bolsas europeas. Pero al margen de los estímulos monetarios esperamos también una mejora del crecimiento económico global el año que viene. No obstante, la composición de los motores de crecimiento sufre varios cambios y en la gestión de patrimonio debemos enfrentar estos retos: Previsiblemente los precios de petróleo se mantienen bajos y por ello sufren los sectores que de forma directa e indirecta dependen del petróleo (materias primas y maquinaria). Por otro lado se beneficia el consumo mientras los temas de salud y alimentación mantienen su atractivo por la evolución de la población.

Acerca de Wertefinder

Nos hemos cambiado de oficina y por ello tanto la dirección y los teléfonos han cambiado (detalles en la página web y el fondo de esta página).

Bad Homburg, 2 de diciembre de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH