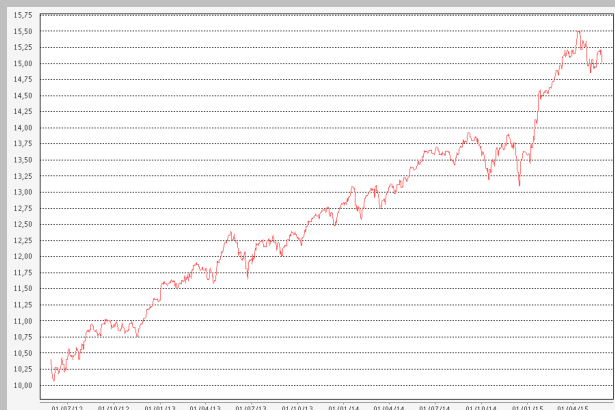


Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

49 Valores de Renta Variable:	65 %
36 Valores de Renta Fija:	18 %
Liquidez:	17 %



Rentabilidad desde 6/2011
+50%

Rentabilidad media 3a
+13,99%

Diversificación por Divisas:

EUR:	55 %
USD:	18 %
CHF:	6 %
GBP:	5 %
NOK:	4 %
CNY:	4 %
MXN:	2 %
ZAR:	1 %
INR:	1 %
Otros:	4 %

Principales valores:

IBM:	5,1 %
BMW:	4,9 %
BHP Billiton:	4,6 %
Allianz:	4,6 %
Roche:	4,4 %
Intel:	3,9 %
Yara:	3,6 %
BASF:	3,4 %
Royal Dutch:	3,3 %
Siemens:	3,1 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	25 %
EE.UU.:	15 %
Inglaterra:	9 %
Suiza:	6 %
Noruega:	4 %
Países Bajos:	3 %
Sur Europa:	2 %
Hongkong:	1 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe
1,90

Volatilidad 3 años
5,55%

Máxima caída 4 años
7,65%

Informe de mercado - Mayo de 2015

- El PIB en EE.UU. revisado a la baja del +0,2 % al -0,7 % (**pero véase el inciso sobre el cálculo del PIB en este informe!**)
- Confianza del consumidor en EE.UU. con primeras síntomas de mejora
- Sector de la vivienda con nuevo vigor en EE.UU. el mes pasado
- PMI oficial en China con ligero crecimiento: 50,2 (mes anterior: 50,1)
- Consumo en China por debajo de las previsiones, pero ritmo de crecimiento alto
- Índice IFO en Alemania sin cambios por las exportaciones
- Producción del petróleo en EE.UU. en máximos, a pesar de la bajada de los torres de perforación y la caída del precio del crudo

General

El comportamiento de las bolsas en mayo se describe bien en términos de „errático” y sin clara tendencia. En EE.UU. faltan claros indicios que la economía ha superado la crisis del primer trimestre y en Europa nos persigue la tragedia griega. No obstante, las empresas siguen trabajando y generando beneficios, unos más y otros menos. Por lo tanto, se trata de identificar aquellas empresas cuyos beneficios no se ven alterados por los vaivenes de datos macroeconómicos y riesgos geopolíticos.

A pesar de la incertidumbre hay que constatar que el entorno económico global no está tan mal como puede aparecer: Tipos de interés ultra-bajos, un crecimiento de la economía global moderado y unas valoraciones que quizá están en la banda alta en términos absolutos, pero no tanto en términos relativos teniendo en cuenta los tipos bajos. La clave para las bolsas reside por lo tanto no solamente en la futura evolución de los beneficios sino también en el rumbo futuro de los tipos de interés. En este informe veremos algunos factores que aclaran este escenario.

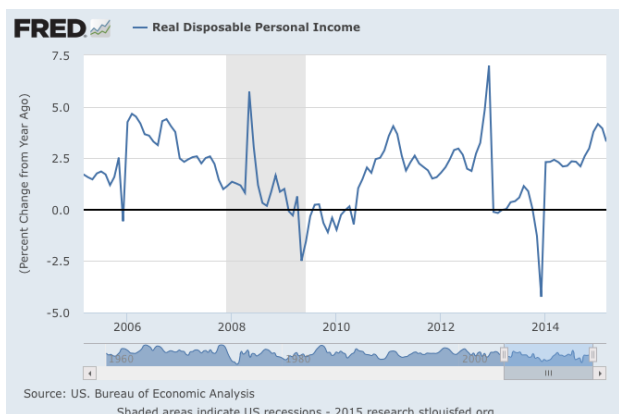
Análisis macro-económico

EE.UU.

Después de la marcada debilidad de la economía en el primer trimestre se esperaba una mejora sustancial en el segundo trimestre ya que los efectos pasajeros del invierno y de las huelgas debían haber pasado. No obstante, no ha sido así porque la disminución de las inversiones de las compañías energéticas y los efectos pasados del dólar fuerte siguen lastrando el crecimiento.

Al menos el consumidor se siente mejor como muestra la mejora de la confianza de los consumidores. Una marcada mejora se observa también en las viviendas iniciadas para el mes de abril. Por otro lado, las ventas de coches no han podido alcanzar nuevos máximos. A pesar de los efectos positivos de la bajada del crudo, las ventas anuales en abril (16,5 millones de coches) se quedaron por debajo del máximo de 17,4 millones alcanzado el pasado mes de agosto. Aún así, dentro del gasto de consumo la venta de coches es uno de los componentes que ha mostrado la tasa más alta de crecimiento (y explica más del 20 % del total) en relación con las ventas del año anterior. Entrando en el último informe sobre el gasto del consumo en más detalle, se nota que los gastos para comida y bebidas subieron en tasa interanual un 9 %. Este componente explica un 12 % del total y lo interpreto como una buena señal que el consumidor americano está dispuesto a gastar. A pesar de algunos datos positivos del informe sobre las ventas al por menor, las bolsas interpretaron estos datos negativos porque el total sin coches mostró casi ningún crecimiento (de hecho, el día de la publicación del informe sobre las ventas al por menor el dólar bajó más de un 1 %!). Pero este menor crecimiento se debe precisamente al descenso en el gasto para la gasolina (un

descenso del 22 %) que se explica simplemente por el descenso de los precios de la gasolina. Sin contar este descenso, las ventas al por menor hubieran mostrado un crecimiento mejor, pero las bolsas ya no se preocuparon de entrar en los detalles. No obstante, ante el fondo de la bajada de los precios del crudo se esperaba una evolución más fuerte del consumo. Como ya señalé en mis informes anteriores, los consumidores simplemente decidieron incrementar su ahorro! Y como sabemos no es propio de los americanos mantener altas de ahorro durante mucho tiempo (véase también el siguiente gráfico que muestra que la renta disponible crece a un ritmo fuerte).



En general, la Reserva Federal (la „Fed”) también continúa con la tesis que los efectos de la reciente debilidad son pasajeros y que la economía recupera un mayor ritmo de crecimiento más tarde en el año. La Fed incluso espera un retorno hacia una inflación de su meta del 2 %, aunque hoy esta meta parece lejano. La razón principal es el descenso de la tasa de desempleo. Para ilustrar los argumentos de la Fed transcribo abajo las palabras clave de las últimas minutas de la Fed („Participants generally anticipated that inflation would rise gradually toward the Committee’s 2 percent objective as the labor market improved further and the transitory effects of declines in energy prices and non-energy import prices dissipated”).

Por lo tanto, es de esperar que la Fed sube los tipos más tarde en el año, pero con tanta moderación que las bolsas no se van a preocupar.

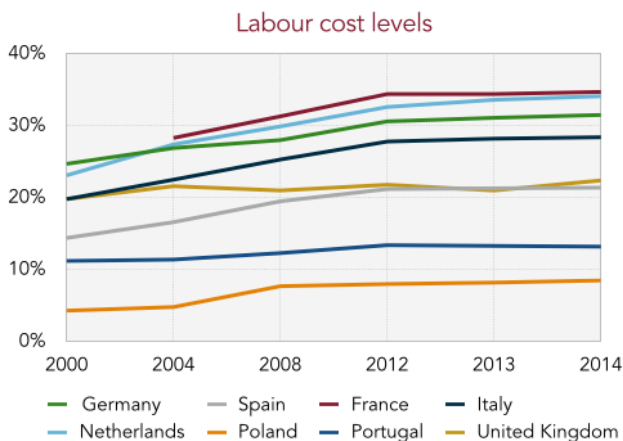
Europa

Cuando en mayo se publicaron los resultados del PIB en Europa se produjo casi una euforia y los titulares de los periódicos principales elogiaron la mejora, sobre todo porque Italia y Francia mostraron un crecimiento mejor. Pasado la primera euforia del primer trimestre, observamos que el crecimiento de la economía de la zona euro ha perdido ímpetu en mayo por segundo mes consecutivo. En Alemania por ejemplo el índice IFO (que suele reflejar bien el PIB posterior) queda a niveles altos pero ya no sube (por menos optimismo de las exportaciones). Alemania, sin embargo, mantendrá su vigor económico porque el consumo se sigue beneficiando de una serie

de factores. No solo la bajada del precio del petróleo, sino sobre todo la mejora del empleo y el crecimiento de los salarios reales. Tarde o temprano y ante el fondo de una población que envejece (y por ello faltan trabajadores cualificados) estos factores merman la competitividad de Alemania. Lástima que de momento solo los empresarios se preocupan por este problema mientras que el gobierno se felicita por los logros económicos pasados.

En cuanto a Europa en general, es probable que los efectos positivos de la anterior bajada del crudo y la fuerza del dólar sigan actuando como un impulso. A pesar de esta mejora queda la pregunta hasta qué grado es sostenible esta mejora en Europa ..., cuando el petróleo ya no baja y el dólar ya no sube. La economía europea se ha beneficiado sobre todo de la mejora del consumo (en España incluso del gasto público en vísperas de las elecciones), pero para realizar el consumo tarde o temprano hay que invertir. Y para crear un clima propicio para las inversiones se necesitan todavía una serie de reformas. En Francia sobre todo en el mercado laboral.

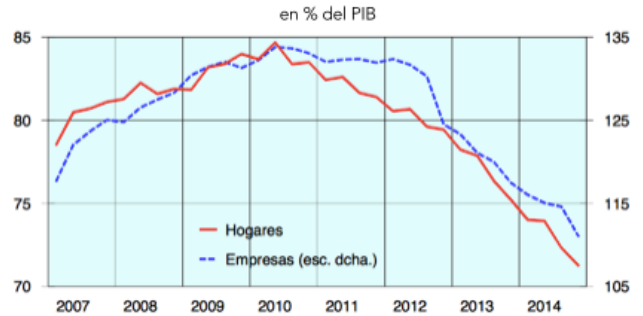
Como muestra el gráfico adjunto los franceses gozan de los salarios más altos en la EU y por ello es difícil prever una mejora de su sector exterior.



Cuando parecía que en España la economía entraba en una recuperación más sólida, el resultado de las recientes elecciones municipales presenta dudas en cuanto a la sostenibilidad. Es prematuro sacar conclusiones definitivas, pero plantear por ejemplo una quita a la deuda municipal de Madrid, y solo pensarlo, es irresponsable y daña la imagen de España en el exterior. Además, de pocos es conocido que España sufre no solamente de una deuda estatal del casi 100 % del PIB, sino también de una de las deudas privadas más altas en Europa (véase el gráfico adjunto).

Aunque la deuda de los hogares se explica por las hipotecas, esta deuda es demasiado alta y a la vez que lastra el crecimiento también hace el país vulnerable ante cualquier subida de los tipos de interés. Ni pensar que ocurre si una nueva constelación política decide abrir el grifo del dinero. No creo que este escenario es probable, más bien creo que una vez que el partido Pode-

Deuda hogares y sociedades no financieras



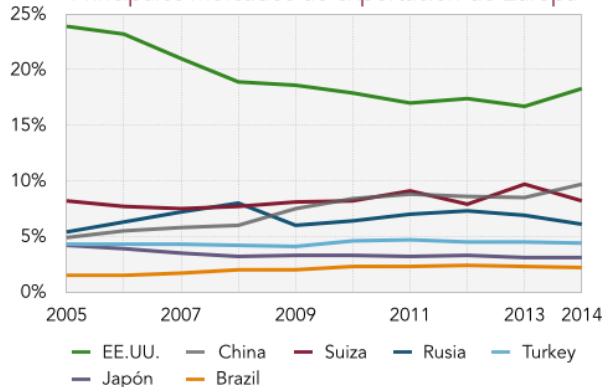
mos está en el poder en los municipios se desgasta el partido. Puede ocurrir algo parecido como en Grecia, que una vez en el poder los partidos radicales se enfrentan con la realidad y no pueden implementar las políticas que antes han prometido. Lo peor es que en el plazo hasta las elecciones parlamentarias va a haber un parón hasta que se sepa quién se instala en la Moncloa.

Hablando de Grecia, es posible que va a haber otra vez un acuerdo político de mínimos, que no solucionará los problemas de fondo. Porque, cómo van a explicar los políticos a sus ciudadanos que una posible quita afectará esta vez ya directamente al contribuyente?

China

En China ha habido pocas novedades de relevancia el mes pasado. Igual que durante los meses pasados el ritmo de crecimiento del consumo se ha desacelerado, pero con una tasa interanual del 10 % se queda cómodamente por encima del crecimiento del PIB. En el mercado clave de la vivienda, que explica el 15 % del PIB, 18 de las 70 ciudades muestran un crecimiento. Es la primera vez desde hace unos años que un mayor número muestra una subida. En línea con la ligera mejora del mercado de la vivienda es también la mejora del PMI oficial que se publicó esta mañana. Sube del 50,1 al 50,2 (cifras por encima del 50 indican un crecimiento).

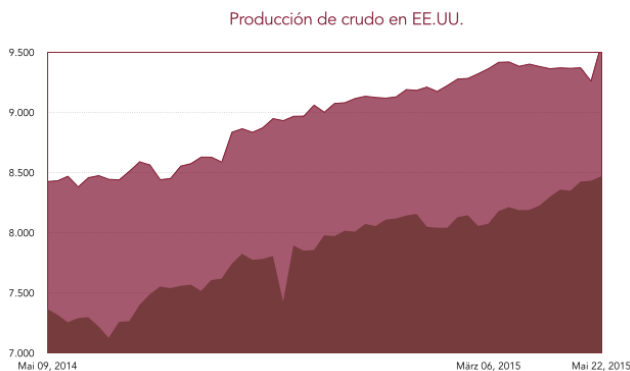
Principales mercados de exportación de Europa



China es de suma importancia para Europa. Como el gráfico arriba muestra, después de los EE.UU. China es el segundo mercado exportador para Europa.

Petróleo

El precio del petróleo ha tenido un comportamiento muy errático en mayo. El ligero descenso de las existencias en EE.UU. tuvo efectos muy diversos, a veces produjo una bajada, y otras veces el mismo descenso produjo subidas. Todo en función si los analistas hicieron hincapié en la dinámica o más bien en el nivel. Ante este fondo es de extrañar que la producción (cuyos datos salen el mismo día) no encontró muchos comentarios (ni siquiera la fuerte subida la semana pasada). No obstante, como vemos en el gráfico abajo, a pesar de la reducción de los torres de perforación (que el viernes pasado acusaron otra bajada), la producción bajó muy poco, y incluso la semana pasado alcanzó un nuevo máximo (pero hay que tener en cuenta que el año pasado - la segunda línea en el gráfico - la producción acusó una subida muy fuerte). El incremento de la producción es fruto de una cada vez más eficaz producción de los métodos del fracking.



Estrategia del fondo

Aprovechando las vaivenes del mercado, en mayo incrementamos la exposición a renta variable al 65 %. A la vez bajamos la liquidez al 17 %. Invertimos en valores que ya se encuentran en la cartera, como por ejemplo Intel, ABB y BMW entre los grandes y OHB (el fabricante de satélites en Alemania) y Fuchs Petrolub (fabricante de lubricantes) entre los medianos valores.

En renta fija mantenemos una postura de mucha cautela y no invertimos en plazos mayores de 5 años. De hecho, en la medida que avanza el tiempo la duración media de la cartera se reduce cada mes por un mes.

La cartera está diversificada por varias monedas. Vendimos la pequeña posición que había quedado de los bonos denominados en rublos.

Evolución del fondo

El mes pasado el fondo sufrió una pequeña bajada del 0,31 % y con ello la rentabilidad para 2015 quedó en el 10,61 %.

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

Entre los valores que mejor se han comportado se encuentran sobre todo las empresas medianas como Aalberts, Diasorin, Fuchs Petrolub, Hornbach y Universal Display, pero también algunas de las empresas grandes como Hutchison Whampoa, IBM, Intel, Komatsu y Roche. Entre las compañías con un peor comportamiento destacan los valores de Allianz, BHP Billiton y BMW que tienen un mayor peso en la cartera. Indra bajó después de publicar resultados, pero su peso en la cartera es pequeño.

El dólar no tuvo un efecto sustancial en la rentabilidad de la cartera.

Perspectivas

Después de la revisión a la baja del PIB en EE.UU. del +0,2 % al -0,7 % volvió la incógnita sobre la salud de la economía americana (no obstante las cosas no son tan mal y para una explicación véase el inciso abajo!). Como señalé, creo que no hay motivos para preocuparse porque tarde o temprano (quizá tarde) el consumidor americano vuelve a gastar dinero. En la medida que el precio del petróleo se mantiene más estable este factor estimulará a las empresas energéticas a volver a invertir. Este parece también el escenario de la Reserva Federal que incluso espera un retorno hacia tasas de inflación cerca del 2 %.

En cuanto a la bolsa americana, no hay que olvidar que las compañías americanas repiten mes por mes las compras de autocartera y por ello suponen un apoyo importante para la bolsa. Incluso si el flujo de caja no sube, van a comprar. Y como el gráfico abajo muestra, el flujo de caja no sube y es más bien errático sin una clara tendencia desde 2011.



Valencia, 1 de junio de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH

Inciso: Cálculo del PIB en EE.UU.

La publicación de la primera lectura del PIB en EE.UU. es siempre sujeto a dos revisiones, a veces menores, a veces mayores. Este primer trimestre, sin embargo, la revisión ha sido de tal magnitud que necesita una explicación más profunda. El Bureau of Economic Analysis, que publica estos datos, atribuye la revisión a cambios en las importaciones y en las existencias. Una explicación bastante más profunda se encuentra en un informe del Council of Economic Advisors de la Casa Blanca. En su informe señalan que si bien tanto las existencias como las importaciones son volátiles, la causa principal reside en el método de ajustar las estimaciones estacionales. Esta vez ha fallido por ser un invierno extremadamente duro.

No obstante, no tenemos que conformarnos con la idea que el primer trimestre ha sido realmente un trimestre tan débil. Hay que recordar que el PIB puede calcularse a través de tres procedimientos que dan el mismo resultado:

- Método del gasto
- Método del ingreso
- Método de la oferta o del valor agregado

En la contabilidad nacional se muestran los tres métodos y suelen ser muy parecidos, con diferencias que proceden de las diferentes fuentes y errores en el cálculo. En EE.UU. publican los resultados por el método del gasto (GDP - Gross Domestic Product) y como contiene componentes muy volátiles cada vez más se analizan también los resultados del método del ingreso (GDI - Gross Domestic Income). De hecho, a partir de julio de este año el Bureau of Economic Analysis empieza a publicar el promedio de los dos métodos.

Cuáles son las consecuencias para el primer trimestre del 2015? Según el método del ingreso el PIB ha **crecido** un 1,4 % en vez de haber bajado un 0,7 %! (véase la flecha azul que recoja el GDI y lo contrasta con el GDP - punto rojo). Aunque este resultado es mucho mejor, la tendencia del PIB sigue siendo bajista, pero tampoco tanto para estar en estado de alarma como un diario español alerta esta mañana (por si es de interés este es el enlace al informe del Council of Economic Advisors: <https://www.whitehouse.gov/blog/2015/05/29/second-estimate-gdp-first-quarter-2015>)

