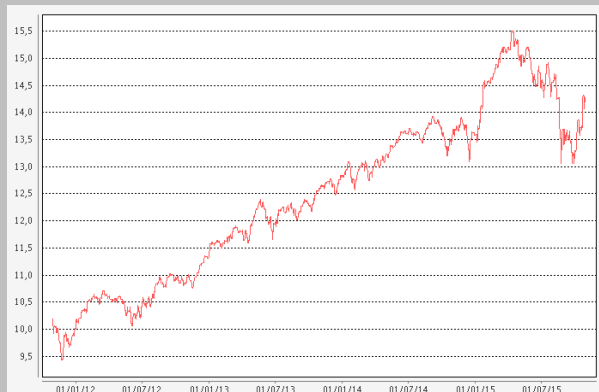


Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

48 Valores de Renta Variable:	72 %
30 Valores de Renta Fija:	14 %
Liquidez:	14 %



Rentabilidad desde 6/2011
+41%

Rentabilidad media 3a
+8,05%

Diversificación por Divisas:

EUR:	52 %
USD:	21 %
CHF:	8 %
NOK:	5 %
GBP:	2 %
INR:	3 %
MXN:	2 %
ZAR:	2 %
AUD:	1 %
Otros:	3 %

Principales valores:

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

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	42 %
EE.UU.:	22 %
Suiza:	8 %
Noruega:	5 %
Países Bajos:	4 %
Sur Europa:	3 %
Australia:	1 %
Hongkong:	1 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe
0,9

Volatilidad 3 años
8,8%

Máxima caída 4 años
15,9%

Informe de mercado - Diciembre de 2015

- La presidenta de la Reserva Federal expresa con la subida de tipos su confianza en la economía, menciona efectos "transitorios"
- Segundo descenso del índice manufacturero ISM en EE.UU.
- Descenso del índice de servicios de Caixin (pero no del índice „oficial“)
- PMIs en Europa apuntan hacia una mejora del sector manufacturero
- Importación de materias primas en China con continuo incremento
- Producción del petróleo en EE.UU. sin cambios en diciembre, incluso con un leve aumento

General

Después de un final de año poco alentador, el inicio de las bolsas en el nuevo año no pudo haber sido peor. Ha sido la confluencia de varios factores porque cada uno por si solo no hubiera causado tanto daño: El hundimiento de la bolsa de China después de los datos de los PMI (que ya en verano causaron estragos), el nuevo conflicto entre Irán y Arabia Saudí y un final de año de las bolsas americanas que tampoco dio razones de optimismo por la continuada bajada de los precios del petróleo.

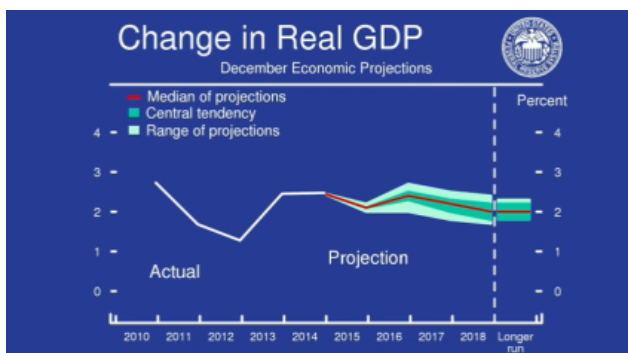
En los primeros meses, parece que el petróleo mantiene su dominante sobre las bolsas hasta que los mercados no sientan que los precios han tocado fondo. El otro tema será China y más adelante en junio o septiembre la posible salida del Reino Unido de la UE („Brexit“).

Es temprano pensar que el precio del petróleo ha tocado fondo mientras exista todavía una sobreoferta (más sobre el tema en el apartado „Materias primas“ en este informe). La reacción negativa de los mercados ante la bajada del precio del petróleo se puede quizá explicar por el siguiente fenómeno: Los efectos negativos abarcan a toda una industria y algunos países de forma segura (en EE.UU. alrededor de un tercio del total de las inversiones) mientras que los efectos positivos del incremento de la demanda no están tan claros (aunque si el efecto de la bajada de los costes). Por ello hay que ver estos efectos positivos en los balances de las empresas para tener más confianza y un alza más sostenible de las bolsas. Aparte del petróleo los mercados estarán sometidos este año a la incertidumbre de la actitud de la Reserva Federal para averiguar con qué ritmo la Fed suba los tipos este año.

Análisis macro-económico

EE.UU.

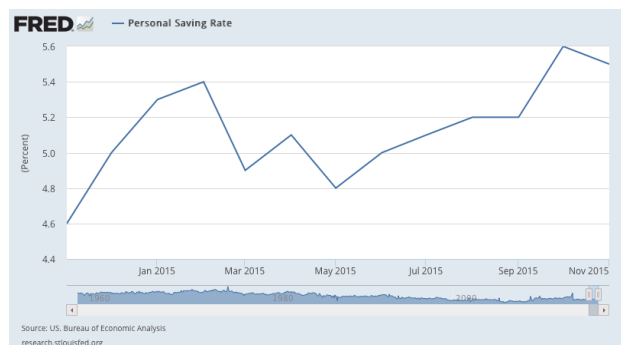
Por fin la Reserva Federal ha cumplido en diciembre con su „deber“: La Fed subió los tipos tal como el mercado ya lo había descontado y el efecto inmediato era una reacción de alivio de las bolsas. En su explicación Janet Yellen dijo que la economía americana se ha recuperado y que la FOMC tenía la confianza de que el crecimiento continuara y que por ello una normalización de la política monetaria era aconsejable.



Según el gráfico que la Sra. Yellen presentó en la rueda de prensa vemos que la Fed espera durante los próximos años un crecimiento bastante sostenible alrededor del 2 % (nada especular, pero confortable para crear más puestos de trabajo). La presidenta de la Fed reiteró igualmente su confianza en que la inflación alcance su meta del 2 % y por ello dio otro motivo para subir los tipos. Algunos analistas dudaban en que la Fed realmente iba a subir los tipos por las ramificaciones en los mercados emergentes. En este sentido la Sra. Yellen contestó a una pregunta de los asistentes en la reunión de prensa y es interesante su respuesta:

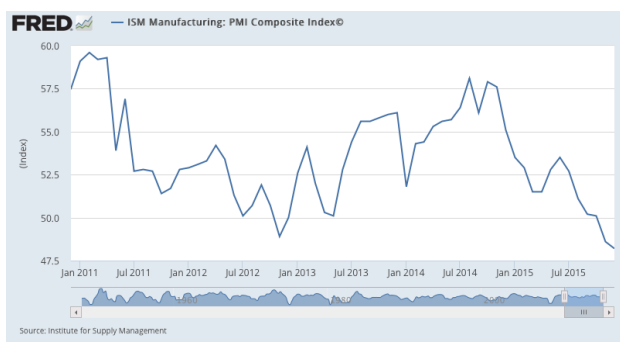
„This action takes place in the context of a U.S. economy that is doing well and is a source of strength to the emerging markets and other economies around the globe. And so, that is there can be negative spillovers to capital flows, but remember there are also positive spillovers from a strong U.S. economy.“ Quizá este es el aspecto fundamental que hay que tener en cuenta al analizar los mercados financieros: Estamos ante una situación en la que la economía americana muestra un crecimiento sostenible a medio plazo que al final es también bueno para la economía global. Esta situación contrasta con la misma hace tan solo pocos años cuando había el temor de una recesión y el temor de un incumplimiento de la deuda.

No obstante, aunque crece el número de nuevos hogares y los consumidores reducen su gasto energético, el consumo privado no muestra una tendencia muy fuerte: El incremento de los alquileres y la subida de la tasa de ahorro (véase el gráfico abajo) reduce sus ventas al por menor.



En el corto plazo la economía americana experimentará un leve descenso del ritmo de crecimiento ya que el sector manufacturero sufre por la bajada de los precios de petróleo. Prueba de esta evolución es la bajada del índice ISM que por segundo mes consecutivo se mantiene por debajo del nivel de 50 (según el Institute of Supply Management que confecciona este índice la lectura del 48,2 corresponde a un crecimiento anualizado del 1,6 %). A la vista de la bajada bastante significativa de este importante indicador surge la pregunta porqué la Sra. Yellen en su intervención tenía tanta esperanza de crecimiento sostenible (tal como lo muestra el gráfico de su rueda de prensa). Creo que la clave reside en que la Fed estima que los efectos actuales son transitorios

(como dijo Yellen en la rueda de prensa: „I think that standard Fed policy has been to look through shocks that are transitory. Occasionally there are sequences of transitory shocks“). De hecho, la Sra. Yellen ha utilizado



la palabra „transitory“ 14 veces en su discurso y la rueda de prensa para exponer su postura. Ojalá lo „transitorio“ no se convierta en continuo!

Europa

Tradicionalmente los primeros datos disponibles sobre la evolución en conjunto de la economía europea son los llamados PMI del sector manufacturero publicados por Markit. Estos datos permiten tener una idea avanzada del entorno económico, antes de la publicación del PIB.

Un análisis de los PMIs muestra que el sector manufacturero en casi toda la zona euro continuó avanzando sólidamente al final de 2015. Es decir, la economía de la zona euro crece no solo a merced al consumo sino crece también el sector manufacturero. Según Markit crecieron sobre todo los pedidos y dicho incremento condujo a una mayor creación de empleo. Estos datos están también en línea con la buena evolución del crédito en la zona euro que sigue creciendo desde ya hace muchos meses.

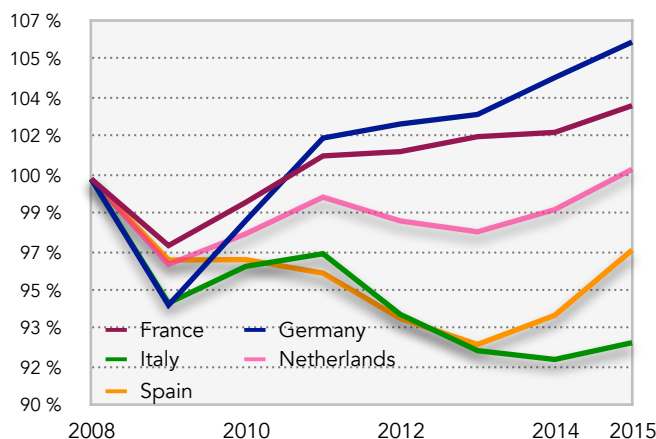
En España la economía sigue beneficiándose de la bajada del precio del petróleo. España es uno de los países con la mayor factura de petróleo en relación del PIB y por ello el descenso del crudo es importante para el entorno económico. Ojalá el nuevo futuro gobierno utilice de forma prudente el nuevo margen de maniobra resultante de esta evolución!

En Alemania el gran flujo de refugiados (entre 4.000 - 10.000 personas diarias los últimos meses!) constituye un reto importante para la política y la sociedad civil. Según todos los indicios al menos económicamente el gasto es soportable para la economía. Al contrario, inicialmente el gasto de los refugiados incrementa incluso el consumo. No obstante, a pesar de los buenos indicios para un consumo privado más fuerte, el consumo no es tan fuerte como sugieren estas buenas condiciones previas. La moderación de las economías emergentes lastra el crecimiento de la economía alemana y ante la debilidad de las inversiones se espera un crecimiento bastante moderado en el país.

En Francia es importante que el índice de la confianza de los consumidores se mantiene en los altos niveles de los meses anteriores.

En resumen, en la zona euro observamos de forma continuada una expansión sólida pero nada espectacular. No olvidemos que el PIB de muchos países se encuentra muy por debajo de su máximo antes de la crisis financiera del 2008.

Desarrollo del PIB relativo al año 2008

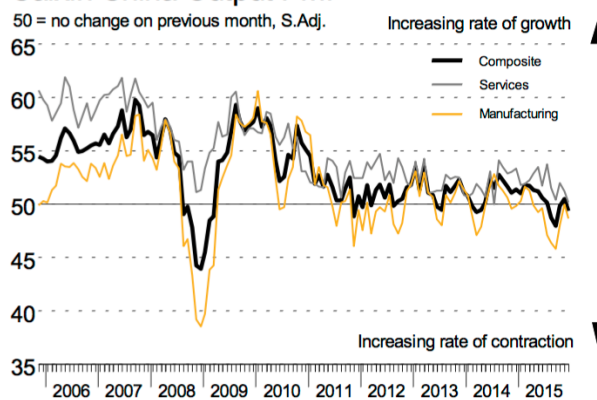


Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2015

China

La transición de la economía china hacia del modelo del consumo continua. La leve caída del reciente índice PMI Caixin publicado esta por lo tanto en línea con esta evolución. El „índice oficial del PMI“ (que abarca sobre todo las industrias grandes) se mantuvo sin cambios mientras el componente servicios incluso se incrementó. No obstante, el índice PMI de Caixin muestra otra desaceleración del componente de servicios. Este componente se encuentra por encima del nivel neutral de 50, pero es

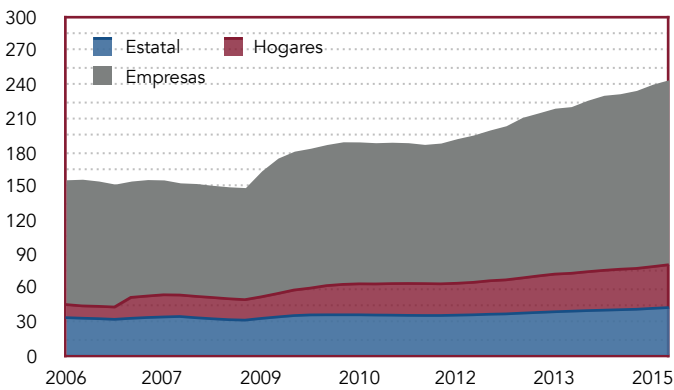
Caixin China Output PMI



preocupante la continua bajada. Este dato ocurre en el marco de una desaceleración general de la economía y por ello no sorprende. En todo caso, la reacción de la bolsa china con una caída tan abrupta no se corresponde con el ritmo de crecimiento.

La desaceleración de las tasas de crecimiento es un proceso controlado y deseado del gobierno (se prevé una desaceleración del 7 % al 6,5 %) y los datos económicos confirman que al parecer las autoridades chinas lo están consiguiendo. A pesar de la buena evolución del consumo y de los servicios, un factor preocupante es el hecho de que parte del crecimiento se logra a través del aumento del crédito.

Niveles de endeudamiento en China (en % del PIB)



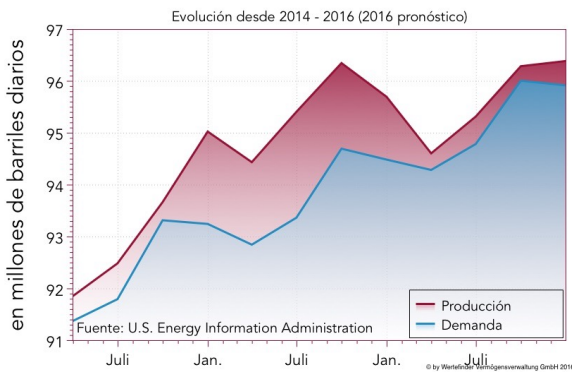
Fuente: Bank for International Settlements, Diciembre 2015

Materias primas

Petróleo

Ante la continua sobreoferta del petróleo su precio ha mantenido su tendencia bajista también en diciembre. La producción americana mantiene sus niveles altos y así el mercado tampoco tiene esperanza de una bajada rápida de la producción. Sobre los precios pesa asimismo la posible oferta de Irán. La incertidumbre en cuanto a los posibles volúmenes y el „timing“ de esta oferta adicional produce igualmente una presión bajista.

Producción y demanda global de petróleo

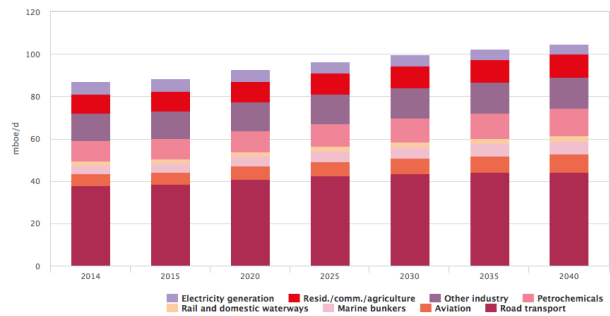


Fuente: U.S. Energy Information Administration

Según el más reciente pronóstico de la U.S. Energy Information Administration (EIA) la sobreoferta continuará durante todo este año (véase el gráfico abajo).

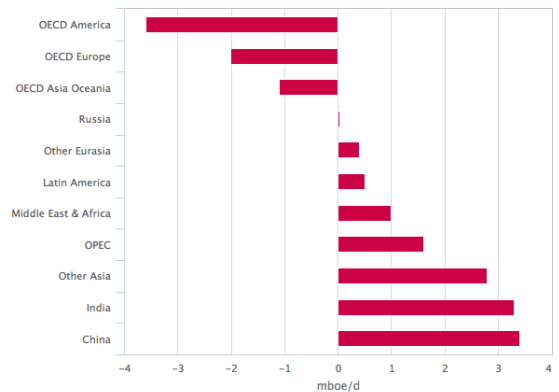
No obstante, es importante constatar que el grado de la sobreoferta se reducirá, es decir la demanda crecerá más rápidamente que la oferta. En este sentido, en este año experimentaremos un cierto cambio en el balance oferta/demanda. Por ello es posible, que los precios empiecen a estabilizarse una vez que los mercados tengan certeza que el grado de la sobreoferta realmente se reduzca.

Demanda global de petróleo por sector



Algunos analistas temen que por razones estructurales (coche eléctrico, etc.) la demanda del petróleo puede sufrir una reducción significativa en el futuro y que esta perspectiva ya pesa sobre los precios. Efectivamente, en su reciente World Oil Outlook la OPEP espera hasta el año 2040 una contracción de la demanda procedente del transporte en los países de la OECD. No obstante, como muestra el siguiente gráfico la OPEP espera un incremento en todos los países emergentes, sobre todo en China y la India.

Estimación de crecimiento de la demanda de petróleo por rutas de transporte entre los años 2014 y 2040

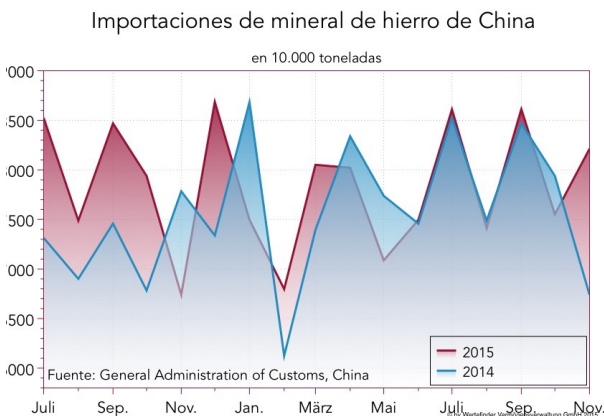


La OPEP espera en conjunto un incremento sostenible de la demanda global, siendo el sector con mayor uso el del transporte.

Mineral de hierro y cobre

El mes pasado observamos inesperadamente un fuerte incremento de las importaciones de mineral de hierro en China (véase el gráfico abajo) en comparación del mismo mes del año anterior. Posiblemente la importación en noviembre de 2014 era artificialmente baja, pero incluso en tasa interanual la importación a subido (al contrario de lo que sugieren los datos del PMI).

Al contrario de lo que hace pensar la bajada del precio del cobre, la importación de cobre por China sigue incrementando al ritmo del alrededor del 10%! Sube igualmente la importación del crudo, pero estas subidas no son suficientes para equilibrar la sobreoferta a nivel mundial en el mercado.



Evolución del fondo

El mes pasado el fondo sufrió a cierre de diciembre un descenso del 3,12 %. La rentabilidad del año 2015 ha sido del 4,08 %. Esta rentabilidad positiva contrasta con las rentabilidades negativas de algunos de los índices bursátiles como el S&P y el IBEX. En cuanto a una comparación con otros fondos mixtos y la relación rentabilidad/riesgo, el fondo se encuentra en el segundo quintil (de un total de cinco quintiles) según el portal „quefondos“. Aunque la rentabilidad así no ha sido mal, no estamos contentos porque la caída máxima ha aumentado de forma significativa. Una de nuestras iniciativas es por lo tanto refinar el proceso de la composición de la cartera para reducir la volatilidad mediante un mayor enfoque sobre las volatilidades y correlaciones en la cartera.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en el orden de aportación positiva): Roche (0,11%), Corticeira Amorim (0,08%), Sartorius (0,06%), Isra Vision (0,04%) y Aalberts Industries (0,02%).

La aportación de algunos valores denominados en moneda extranjera se vieron afectados fuertemente de forma negativa por una apreciación generalizada del Euro, como es el caso de Johnson & Johnson cuyas acciones subieron un 1,67% y sin embargo contribuyó al fondo de forma negativa con un total de -0,02%.

Los valores con mayor aportación negativa fueron BASF (-0,39%), Yara (-0,29%), Hornbach (-0,21%), BHP (-0,16%) y Flowserve (-0,16%). Todos estos valores se vieron afectados por la bajada de los precios energéticos. Hornbach registró una fuerte bajada tras publicar recientemente malos resultados como consecuencia de una fuerte reducción en el margen de ventas. Esto fue debido en gran parte a las altas temperaturas en lo que lleva de invierno y gastos adicionales en publicidad.

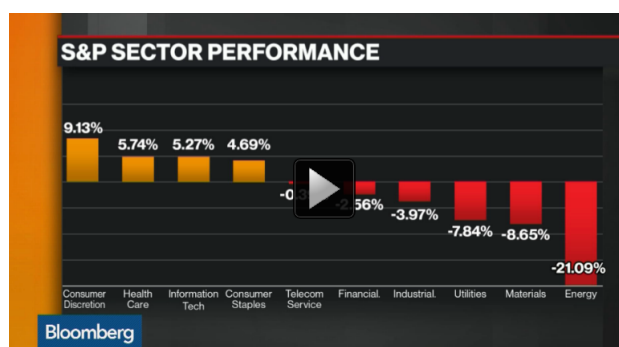
La aportación total de la renta variable fue aproximadamente de -1,64% y la aportación de renta fija de -0,17%.

Los tipos de cambio entre divisas contribuyeron al fondo de forma negativa con un total aproximado del -1,4 %.

Perspectivas

En el corto plazo la actuación de las bolsas estará dominada por la evolución de los precios del petróleo que no dejan de bajar por la sobreoferta. Pero ya durante las primeras semanas el petróleo dejará siendo protagonista porque nos esperan los resultados empresariales. Estos resultados serán la clave para el rumbo durante los primeros meses. Previsiblemente los sectores con los mejores beneficios serán aquellos cuyos índices en el S&P consiguieron también la mejor rentabilidad.

Esta información de los sectores del S&P contienen datos útiles, pero para una información más profunda necesitamos también agregar el índice „Dow Jones Transport“ (DJIT). De hecho, el DJIT perdió el año pasado un 17 %, el peor índice después de energía. La evolución del DJIT es considerado como un indicador avanzado del Dow Jones y por eso merece especial observación. Sin embargo, es precisamente el transporte que más



debería beneficiarse de la bajada de los precios energéticos. Al no ser así, los resultados de este sector serán importantes, para saber si los efectos de la menor demanda (ocasionados por el sector energético) superan los efectos positivos por la bajada de los costes. En todo caso, la fuerte bajada del DJIT nos aconseja que algo no va tan bien en la economía americana (a pesar de la in-

tervención de Janet Yellen el mes pasado): No va tan bien el sector manufacturero y parece que los efectos de la bajada de los precios energéticos se trasladan a más sectores de la economía que se piensa (prueba de ello es la segunda bajada consecutiva del índice ISM!). Por ello pensamos que mientras dure la bajada del crudo difícilmente podemos esperar una recuperación de la bolsa americana en general. No obstante, como vemos en el comportamiento de los distintos sectores del S&P hay valores con buenas perspectivas y un sólido modelo de negocio que pueden aportar positivos resultados. Estos valores suelen ser también más caros y por ello es preciso ser prudente en la selección de los valores.

En Europa las perspectivas son mejores porque la bolsa tiene una valoración más favorable y la fortaleza del dólar (que esperamos inicialmente) sirve de apoyo para muchas empresas exportadoras. Por último, los tipos bajos sirven igual de apoyo, aunque al final serán los beneficios empresariales los que determinan el rumbo. Como siempre, este año nos aportará sorpresas, quizá del lado de petróleo (que suba antes de lo previsto), de la Fed (que no suba los tipos otra vez), del Reino Unido (que salga de la UE) o de China (que mantenga el ritmo de crecimiento mejor de lo que se piensa y consiga la reestructuración de la economía).

Sea como sea el entorno global, las empresas seguirán haciendo esfuerzos para maximizar sus beneficios y se trata de acertar en encontrar y invertir en estas empresas.

Bad Homburg, 7 de enero de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH