

Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| 53 Valores de Renta Variable: | 65 % |
| 27 Valores de Renta Fija:     | 22 % |
| Liquidez:                     | 13 % |



Rentabilidad desde 6/2011  
**+41%**

Rentabilidad media 3a  
**+4,5%**

Diversificación por Divisas:

|        |      |
|--------|------|
| EUR:   | 55 % |
| USD:   | 17 % |
| INR:   | 6 %  |
| CHF:   | 4 %  |
| ZAR:   | 4 %  |
| MXN:   | 3 %  |
| GBP:   | 3 %  |
| NOK:   | 1 %  |
| RUB:   | 1 %  |
| Otros: | 5 %  |

Principales valores:

|             |       |
|-------------|-------|
| Johnson:    | 3,4 % |
| Roche:      | 3,2 % |
| Unilever:   | 3,1 % |
| BHP:        | 2,9 % |
| BMW:        | 2,6 % |
| IBM:        | 2,5 % |
| Aalberts:   | 2,4 % |
| Allianz:    | 2 %   |
| Illumina:   | 1,9 % |
| Assa Abloy: | 1,6 % |

Composición por países:

|                    |      |
|--------------------|------|
| - renta variable - |      |
| Alemania:          | 24 % |
| EE.UU.:            | 14 % |
| Países Bajos:      | 6 %  |
| Suiza:             | 5 %  |
| Sur Europa:        | 5 %  |
| UK:                | 3 %  |
| Noruega:           | 2 %  |
| Suecia:            | 2 %  |
| Hongkong:          | 1 %  |

Ratio de Sharpe  
**0,56**

Volatilidad 3 años  
**10,66%**

Máxima caída 4 años  
**25,3%**

## Informe de mercado - Julio de 2016

- Los PMI en China confirman el auge continuo del sector de servicios
- El PIB en EE.UU. se queda muy por debajo de lo esperado - pero se mantiene la firmeza del consumo (PIB sesgado por los inventarios!)
- Las ventas de automóviles en EE.UU. continúan sufriendo
- Confianza de los consumidores (European Sentiment Index) en Europa con pequeño bache
- PIB europeo sube, pero decepciona en Francia
- Producción del petróleo en EE.UU. sin clara tendencia

## General

A pesar del Brexit y las incertidumbres geopolíticas en julio las bolsas han registrado en su mayoría subidas. El mes de julio se caracteriza por la publicación de los resultados empresariales y ante los resultados positivos, algunos temas de preocupación perdieron importancia. Ciertamente, el impacto del Brexit ha sido menor en las bolsas porque la economía mundial se encuentra en una fase más sólida que en invierno.

Por los buenos resultados empresariales se confirma que las empresas se siguen beneficiando de las tendencias sostenibles en ciertos sectores claves de la economía global. Los tipos de interés han alcanzado nuevos mínimos y sin duda han contribuido a mantener el atractivo de la renta variable. No obstante, nos enfrentamos con niveles de una volatilidad más elevada. El crecimiento en muchos países no es sostenible y por ello los estados acuden a la ayuda de los bancos centrales. Precisamente debido a la espera de esta ayuda o programas fiscales aumenta la volatilidad porque ante cualquier evento de este tipo suele haber esperanzas excesivas que luego no se cumplen. El ejemplo más reciente es el programa de estímulo de Japón. En los más de 20 años que voy observado estos programas en Japón, siempre ha habido esperanzas y decepciones.... Además, en Japón hay una practica de confundir los números y el resultado tangible es normalmente bastante más modesto que el mercado espera. En concreto, esta vez el impacto tangible (lo que se llama „real water“) del programa de estímulo es de tan solo un 0,9 % del PIB. Demasiado poco para entrar en euforia, más aún cuando se sabe que en los 20 años pasados estos programas han tenido poco efecto. Tarde o temprano es por ello posible que el Banco de Japón vuelva a bajar los tipos otra vez.

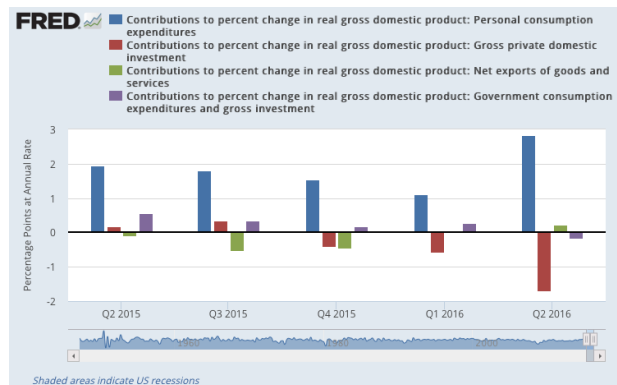
## Análisis macro-económico

### EE.UU.

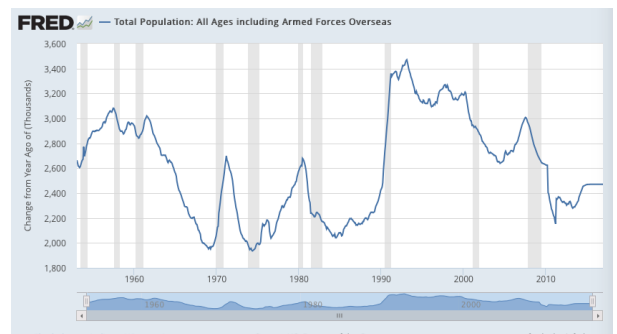
El viernes pasado se publicó la primera estimación del PIB del segundo trimestre y con ello tenemos una buena idea del vigor de la economía americana. Se esperaba un crecimiento del 2,6 % anualizado, pero la primera estimación quedó muy inferior con solo el 1,2 %. Esta diferencia se explica por un descenso de los inventarios que suelen ser muy volátil y más difícil a estimar. El descenso de los inventarios sugiere subidas más tarde de la demanda y una recuperación del PIB. El desglose del crecimiento muestra una vez más que es el consumo privado el que apoya la economía (véase el gráfico abajo). Pero hay que tener en cuenta que parte del incremento del consumo privado se debe al descenso de la tasa de ahorro que bajó del 6,1 % al 5,1 %. Por el otro lado, las inversiones muestran por tercer trimestre conseguido un descenso, afectado por la debilidad del sector energético.

Los lectores de mis informes saben que hago muchas veces hincapié en los motores de crecimiento de la economía americana porque solo al entender y observar

estos motores conseguimos un mejor entendimiento de las fuerzas de la economía. Generalmente en la macroeconomía distinguimos tres factores de producción: El capital, el trabajo y la tecnología.

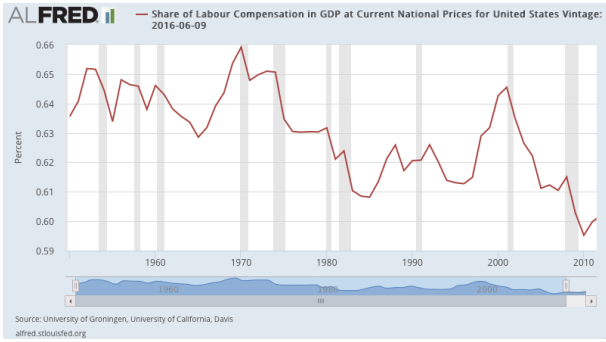


En cuanto al trabajo la economía americana se distingue sobre todo de Europa por el crecimiento de la población. Este crecimiento tiene repercusiones directas para la vivienda y las ventas de automóviles. A la vez estos dos sectores son sectores claves de la economía y explican gran parte del bienestar de la economía. En concreto, como muestra el gráfico abajo, EE.UU. aumenta su población cada año en más de 2 millones de habitantes (siendo alrededor la mitad inmigrantes). Gran parte de los nuevos ciudadanos forman también un hogar y así contribuyen a la demanda de una gran gama de productos y servicios.

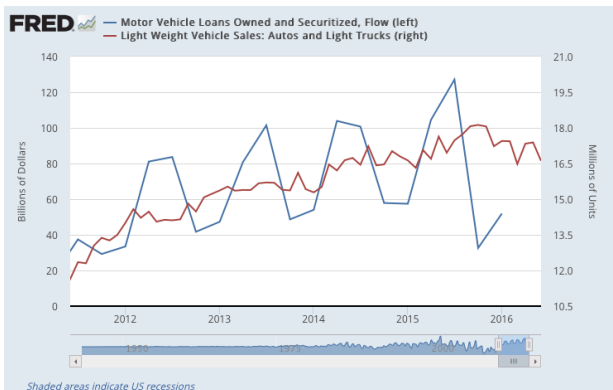


Es precisamente la demografía que explica en gran parte el mayor crecimiento con respecto a Europa. El tercer factor - la tecnológica - contribuye también al crecimiento y solo hay que pensar en el gran número de empresas americanas de tecnología para entender el potencial de mayor crecimiento.

Por el vigor de la economía americana el mercado laboral se muestra sólido y se están creando cada mes alrededor de 200.000 nuevos puestos de trabajo. No obstante, a pesar de la buena marcha de la economía americana, el ciudadano americano probablemente no se siente más holgado. Efectivamente, el peso de la renta del trabajador con respecto al capital ha bajado considerablemente en el curso de los últimos años (mitigado, sin embargo, por los planes de pensiones que contemplan en EE.UU. un mayor peso de la renta variable).



Aunque el PIB del segundo trimestre no refleja el vigor de la economía (porque el consumo se mantiene fuerte), hay un sector que preocupa: Se trata del sector de los automóviles que hasta hace pocos meses ha sido uno de los pilares de la economía. Es un sector clave y por ello su reciente debilidad pone en duda la fuerza del auge de la economía. Precisamente la venta de coches se había beneficiado de una serie de factores: Crecimiento de la población, repuesto de coches antiguos, descenso de la gasolina y acceso más fácil al crédito. En el gráfico abajo observamos que el flujo del crédito ha sufrido un descenso acusado hasta el primer trimestre de este año. Observamos también una cierta correlación y quizá el descenso del crédito explica la debilidad de las ventas. Posiblemente se trata solamente de un fenómeno pasajero y ante la demanda el crédito se abra otra vez. En todo caso, hay que vigilar la tendencia en este sector y creo que mientras no cambie la Reserva Federal tiene una razón más para mantener la calma (los datos del segundo trimestre sobre el crédito no están todavía disponibles).



En resumen, en EE.UU. nos encontramos con una economía que muestra a la vez fuerza (consumo) y debilidad (inversiones) y el balance sugiere que la Reserva Federal tiene motivos para esperar para cualquier subida (más aún cuando los salarios suben de forma muy moderada).

## Europa

Junto con los datos del PIB en EE.UU. se publicó también el PIB en la zona euro (una primera estimación que igual que en EE.UU. puede sufrir modificaciones). Según Eurostat el PIB subió con respecto al trimestre pasado un 0,3 % (España un 0,7 %) y con respecto con el mismo

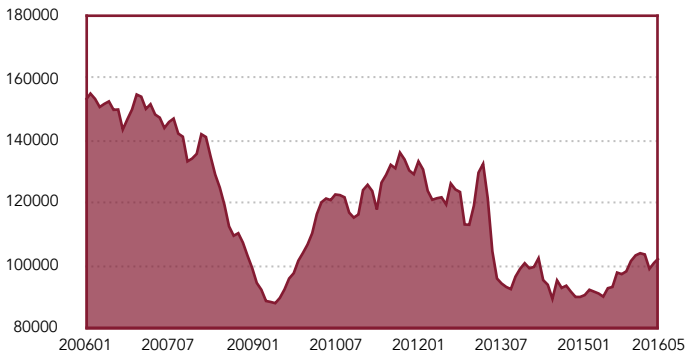
trimestre del año pasado un 1,6 %. Si ampliamos el número de países de 19 a 28 países en la zona euro resulta un crecimiento mayor (0,4 % y 1,8 %, respectivamente). De esta manera en la zona euro (28 países) el crecimiento en 2015 y 2016 en tasa interanual ha oscilado entre el 1,8 % y el 2 %.

En **Alemania** todavía nos falta el avance del PIB (se publicará solo el 12 de agosto), pero otros indicadores nos dan una idea del vigor de la economía. Cabe destacar por ejemplo que las ventas al por menor subieron en la primera mitad del año un 2,3 % en términos reales con respecto a la primera mitad de 2015. Cabe destacar igualmente que el número de empleados sube casi cada trimestre un 0,3 %, es decir un 1,2 % en tasa interanual. Ciertamente este incremento unido a las subidas salariales supone un soporte importante para el consumo privado (aunque el vigor de la economía sugiere un consumo todavía más fuerte, sospecho que el ahorro ha inhibido un mayor incremento). Alemania ha sido tradicionalmente una economía muy sesgada hacia las exportaciones y por ello este sector es de mucha importancia. En mayo las exportaciones crecieron un 1,6 % (mes pasado 3,9 %) en tasa interanual. Aunque estas tasas ya no son tan elevadas como el año pasado (5 % y 8,1 %, respectivamente), el sector exportador mantiene su fuerza y Alemania cuenta con un superávit en la balanza de mercancías bastante estable alrededor de 20 mil millones de euros. Estas tasas de crecimiento subrayan también que la economía global no se encuentra en tan mal forma como sugieren a veces los mercados financieros.

Desde **Francia** nos llegan primordialmente noticias negativas. Me refiero sobre todo al proceso de la reforma laboral. No obstante, detrás de los problemas indudables de los que sufre Francia, se esconde una mejora en las inversiones y el sector inmobiliario en los trimestres anteriores. Esta buena racha ha sufrido, sin embargo, un bache en el segundo trimestre de este año como publica Insee. Cuando España publicó un crecimiento del 0,7 % (y la zona euro un 0,3 %) Francia publicó un estanco con un 0% de crecimiento. ¿A que se debe esta decepción? Igual que en EE.UU. el crecimiento ha sufrido por los inventarios, pero además observamos una bajada fuerte en las inversiones del sector público, unido a una bajada muy pequeña de las empresas después de dos trimestres fuertes. El consumo privado muestra igualmente un estanco después de la subida fuerte el trimestre pasado. Entrando en los componentes notamos, no obstante, que al menos el sector inmobiliario muestra signos de mejora.

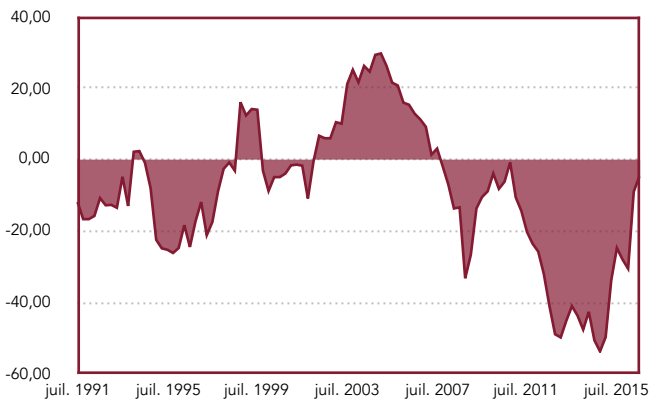
El sector inmobiliario es un sector clave de la economía y por ello merece la pena entrar en más detalles. En el gráfico abajo observamos que efectivamente desde hace ya algunos meses suben las autorizaciones para la vivienda nueva.

### Autorizaciones de vivienda nueva en Francia



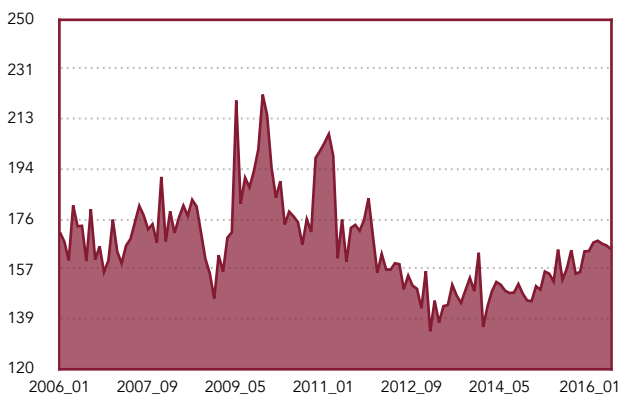
Según la oficina de estadística de Francia Insee suben igualmente las opiniones de los promotores que piensan que la demanda es más fuerte como muestra el gráfico siguiente. No obstante, los niveles se encuentran muy por debajo de los niveles en otras épocas.

### Tendencia de la demanda de vivienda nueva - Saldo de opiniones



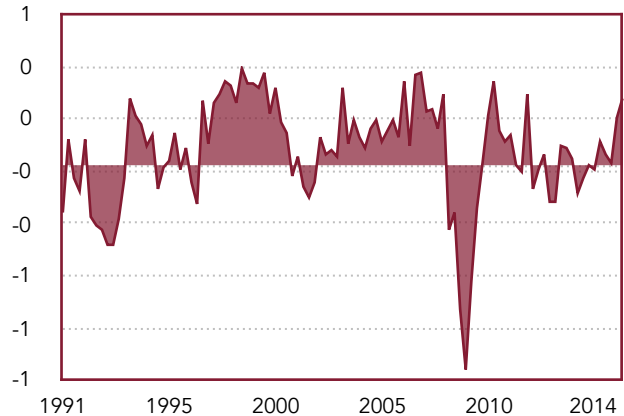
Los automóviles explican el 12 % de los gastos de los hogares y aunque el peso no es tan importante merece la pena observar la tendencia porque se trata de un sector clave para la economía. Como muestra el gráfico abajo hasta hace marzo del 2016 observamos una subida de las matrículas, pero en el segundo trimestre esta tendencia positiva se estancó.

### Matriculas nuevas de automóviles



Una mejora se nota en las inversiones y contrariamente a Alemania las inversiones muestran una dinámica más fuerte en Francia (salvo el trimestre pasado). La mejora queda patente en la aportación de las inversiones al PIB que como muestra el gráfico acusa una subida significativa en los últimos trimestres. Precisamente por los inventarios esperamos una mejora del crecimiento, pero para ello es preciso una mejora del consumo privado que en estos momentos en Francia es más difícil de predecir. El lado débil en Francia se encuentra en los altos costes salariales que se sitúan a 35,70 euros por hora, y por lo tanto por encima de muchos países (con la excepción de Dinamarca, Bélgica, Suecia y Luxemburgo).

### Aportación de las inversiones al PIB en Francia

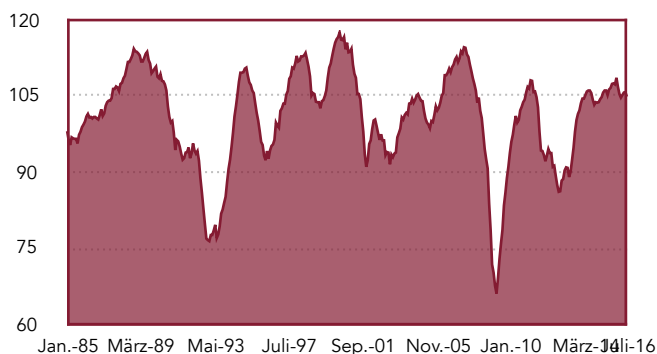


Para la zona euro en general los PMI publicados por Markit reflejan que efectivamente se ha notado una resistencia sorprendente frente al voto del Reino Unido por salir de la UE y a un nuevo ataque terrorista en Francia. Esta resistencia no sorprende porque las condiciones previas positivas continúan, es decir el crecimiento global alrededor del 3 % y tipos de interés ultra-bajos, unidos a bajos precios de las materias primas. El crédito fluye también como muestran las cifras del BCE.

En resumen, la zona euro se beneficia de un crecimiento mejor de lo esperado (después del Brexit) y con una tasa alrededor del 1,5 % que se puede considerar como sostenible a largo plazo. No obstante, este crecimiento es insuficiente para erradicar los dos grandes problemas de Europa: Desempleo y deuda. Observamos también un desfase entre los distintos países. Mientras Francia está otra vez en la cola, Alemania se sigue beneficiando de un incremento de los empleados, unido a unas subidas salariales significantes.

Mientras no experimentemos un crecimiento más equilibrado tanto por países como por componentes del PIB en Europa podemos suponer que la época de los tipos ultra-bajos no acabará pronto. Pero tampoco hay razones para un pesimismo excesivo como muestra el índice de confianza europeo que se mantiene a niveles confortables (véase el gráfico abajo que recoge los datos publicados por la Comisión Europea cada mes).

Índice de la confianza de los consumidores en Europa (ESI)



## China

Cada trimestre el pronóstico del crecimiento del PIB en China se encuentra en el ojo del huracán. Hace no mucho tiempo se temía un aterrizaje duro y como muchas veces antes otra vez no se ha producido el temido aterrizaje duro. De hecho, la economía ha crecido un 6,7 % con respecto al mismo período del año anterior. Aunque es cierto que este crecimiento se ha conseguido en parte por los estímulos del gobierno, también es verdad que hay importantes motores de crecimiento que suponen junto con los planes de estímulo un crecimiento sostenible. Me refiero no solamente a la urbanización sino a todos los planes de infraestructura. Según la National Development & Reform Commission de China, se planea por ejemplo expandir la red ferroviaria del actual 120000 km a 175000 km en el año 2025. El plan propone igualmente facilitar un mejor acceso a las regiones más pobres del país igual que un mejor enlace con otros países a través de la iniciativa „One Belt, One Road“. Aún así, debido a los estímulos monetarios y fiscales el crecimiento no es tan sostenible como deseamos. Preocupa también la burbuja del mercado inmobiliario en las grandes ciudades. El gobierno es consciente de este peligro y en Shanghai por ejemplo requiere del comprador de su segundo piso un capital mínimo del 30 % y de un 70 % para la compra del tercer piso.

En cuanto a los indicadores más recientes observamos que los dos PMI (el oficial y el de Caixin) no sorprendieron al mercado y señalan sobre todo un incremento de los servicios. Mientras el PMI manufacturero oficial ha sido algo más débil y se sitúa por debajo de 50 (49,9), el PMI de Caixin subió (tanto componente manufacturero como de servicios).

Las exportaciones lastran el crecimiento como muestran los datos de mayo (últimos datos disponibles): Se experimentó una caída del 4,8 % en tasa interanual y del 7,7 % en la primera mitad del año.

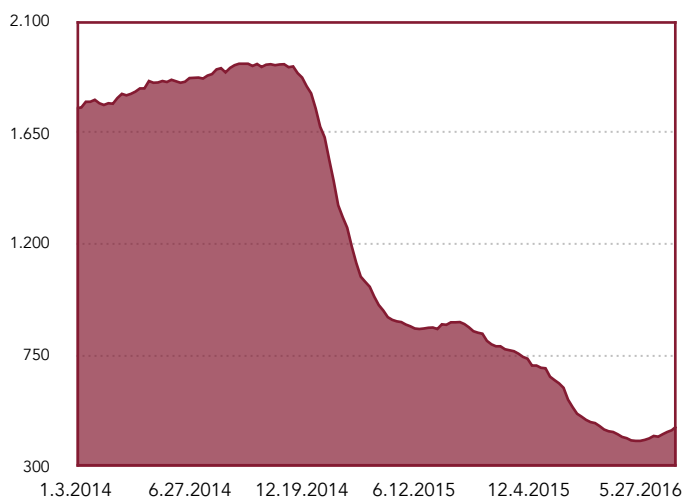
En resumen, los últimos indicadores señalan una continuación de un crecimiento moderado. Los planes del gobierno contemplan un mayor enfoque en el consumo igual que la infraestructura. Mientras el gobierno consiga desarrollar sus planes el crecimiento no va a sufrir, pero

también está claro que China enfrenta retos en cuanto a su deuda y demografía.

## Petróleo

En el mercado del crudo observamos un cambio de la tendencia. Los precios están bajando y el cambio de perspectivas ha provocado un descenso de las posiciones especulativas, intensificando así la bajada de precios. Influye en el precio la subida de las torres de perforación que se teme se traslada a una subida de la producción en EE.UU.. Efectivamente, en EE.UU. observamos ya desde hace algunas semanas una subida paulatina de la producción. No se trata todavía de unos incrementos muy fuertes, pero el mercado reacciona ante los primeros indicios de un cambio de la tendencia. Además se sabe que después del verano entramos en un período cuando en EE.UU. disminuye la demanda de gasolina de los consumidores a la vez que la demanda de calefacción no ha empezado todavía. El mercado teme igualmente que China pueda reducir sus importaciones. Hasta la fecha las importaciones se han beneficiado continuamente por el incremento de las reservas estratégicas de petróleo en China. Si China en algún momento reduce estas compras faltaría una importante fuente de demanda. Aún así hay que tomar en cuenta que la producción de crudo en China va bajando y que por el otro lado la demanda sigue creciendo. Una de las fuentes de esta demanda es el sector del automóvil. Se espera un incremento de las ventas de coches del 7,8 % cada año. Por otro lado, la demanda se verá afectada por el plan del gobierno de reducir el gasto medio de gasolina del actual 6,9 litros/100 kms a 5 litros/100 kms hasta 2020 al introducir más coches eléctricos. Otra fuente de demanda resulta del incremento de la venta a través de Internet que aumenta la demanda para plásticos y embalaje (para el inversor interesado en más detalles sobre crudo en China, este es un enlace de un artículo de Oxford Energy: <https://www.oxfordenergy.org/wpcms/wp-content/uploads/2016/06/Chinas-13th-Five-Year-Plan-Implications-for-Oil-Markets.pdf>).

Número de torres de perforación



En resumen, sobre el mercado de petróleo pesa en el corto plazo la percepción que el equilibrio entre la demanda y la oferta no se consigue tan rápidamente como se esperaba hasta hace poco (además, pesa sobre el mercado que la OPEP ha incrementado en julio su producción en 100.000 barriles). Por ello es posible que los precios continúen su descenso en el corto plazo hasta que otra vez experimentemos un freno de la producción y la demanda se desarrolla de forma satisfactoria.

## Evolución del fondo

En el mes de julio el fondo experimentó una subida total del +2,9%.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva): Komatsu (+0,34%), Illumina (+0,33%), BMW (+0,27%) y Leoni (+0,27%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron BHP(-0,34%), Unilever (-0,09%) y Roche (-0,05%)

La mayor aportación positiva por divisas la proporcionó el Rand sudafricano con un +0,24% y la mayor aportación negativa la proporcionó la Libra esterlina con un -0,25%.

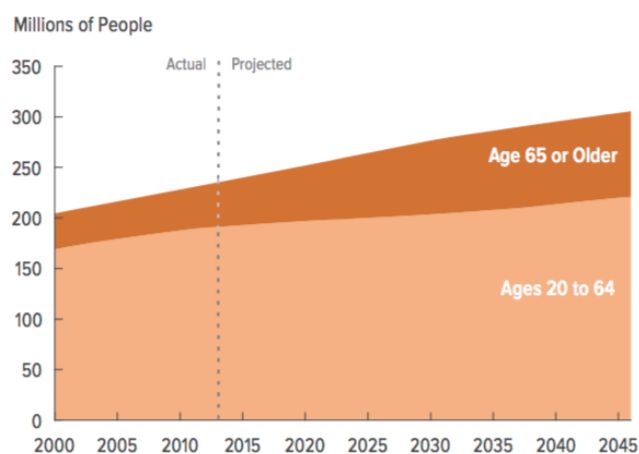
El sector cuyas cotizaciones siguen sufriendo en la bolsa alemana es el sector del automóvil. A pesar de los buenos resultados de muchas empresas (entre ellos BMW) la cotización sigue sufriendo. Las ventas de coches en casi todos los mercados de BMW por ejemplo han crecido (en China un 11 % en la primera mitad del año), pero el mercado castigó a la empresa aunque ha superado las previsiones del mercado. Aunque las ventas de coches a nivel mundial siguen subiendo, parece que los mercados no dan a este sector el mismo grado de sostenibilidad como por ejemplo el sector farmacéutico o el sector de alimentos (que son menos cíclicos).

En general, observamos que casi todas las empresas en la cartera publicaron resultados muy buenos. En algunos casos la cotización no lo ha reflejado porque las buenas perspectivas ya estaban descontadas. Pero en muchos casos las cotizaciones subieron como por ejemplo hoy mismo Siemens.

## Perspectivas

Con la lectura de la prensa diaria es fácil perder el ánimo para invertir con confianza a largo plazo. Hay incluso observadores que no descartan que tarde o temprano los conflictos (geopolíticos) pueden afectar al crecimiento económico. Sin duda, el mundo es más frágil y a nivel económico prueba de ello son los tipos negativos. No obstante, los resultados de las empresas el mes pasado y este mes de agosto confirman una vez más que esta percepción es errónea. Los grandes temas que actúan como motores de crecimiento no se ven afectados por las crisis y por lo tanto las empresas que están bien posicionadas incluso aumentan sus beneficios. Por las crisis compañías como por ejemplo Roche y Bristol Myers Squibb no reducen su investigación y tampoco se reduce la demanda de sus productos. Ambas empresas son

ejemplos de compañías que han incrementado sus ventas muy por encima del crecimiento del PIB global. Detrás de este incremento de ventas se encuentra no solamente el avance tecnológico sino también el envejecimiento de la población en muchos países que resulta en



Source: Congressional Budget Office.

una mayor necesidad de medicamentos. Basta contemplar por ejemplo la proyectada evolución de los „ancianos“ en EE.UU. según cálculos del Congressional Budget Office en EE.UU. para entender el potencial de la demanda.

Algo parecido ocurre con empresas en los sectores de alimentos y infraestructuras. Con la emergencia de una clase media en muchos mercados emergentes crece la demanda para mejores alimentos y una avanzada movilidad así que empresas en estos sectores se siguen beneficiando. Precisamente por su éxito las valoraciones de muchas de estas empresas están más ambiciosas y por ello es preciso analizar detenidamente todos los datos de estas empresas para confirmar que la valoración esté justificada. Es preciso también una diversificación por muchos aspectos (más allá de países y sectores).

En resumen, mientras conseguimos comprar empresas con un rendimiento por dividendo alrededor del 4 % creo que al menos las bolsas europeas no están sobrevaloradas. Y mucho menos cuando la renta fija rinde cerca del cero %. No obstante, las bolsas en EE.UU. tienen una valoración más alta y hay que estar vigilante por si cambian las condiciones previas que justifican esta valoración. Parece que la Reserva Federal no subirá pronto los tipos y por ello no hay peligro desde este lado. La pausa de la Fed es también una buena noticia para todos los mercados emergentes y así para el crecimiento global.

Bad Homburg, 4 de agosto de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

