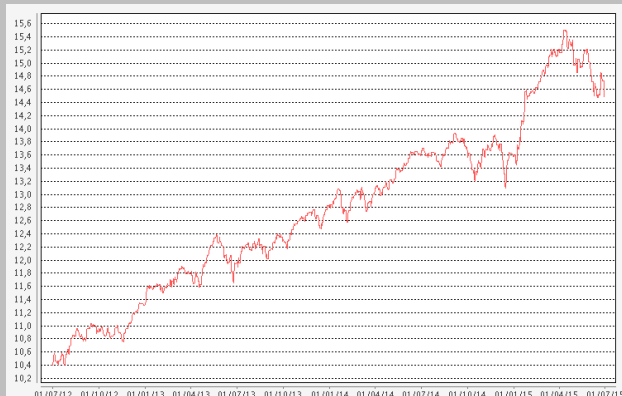




Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

50 Valores de Renta Variable:	69 %
37 Valores de Renta Fija:	19 %
Liquidez:	12 %



Rentabilidad desde 6/2011
+47%

Rentabilidad media 3a
+13,69%

Diversificación por Divisas:

EUR:	54 %
USD:	18 %
CHF:	6 %
GBP:	5 %
NOK:	5 %
CNY:	4 %
MXN:	2 %
ZAR:	1 %
SEK:	1 %
Otros:	4 %

Principales valores:

BASF:	5,4 %
BMW:	5,1 %
IBM:	4,9 %
Allianz:	4,8 %
Yara:	4,7 %
BHP Billiton:	4,5 %
Roche:	4,2 %
Intel:	3,4 %
Royal Dutch:	3,2 %
Siemens:	3,1 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	27 %
EE.UU.:	14 %
Suiza:	6 %
Australia:	5 %
Noruega:	5 %
Inglaterra:	4 %
Países Bajos:	3 %
Sur Europa:	2 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe
2,30

Volatilidad 3 años
5,57%

Máxima caída 4 años
7,65%

Informe de mercado - Junio de 2015

- Nuevo récord de la venta de coches en EE.UU.
- Ventas al por menor en EE.UU. con crecimiento
- PMI oficial en China sin cambios al 50,2
- Relativamente fuerte incremento de los precios de la vivienda en China
- Índice IFO en Alemania con leve bajada
- Aumento del crédito en la UE, sobre todo en Francia
- Producción del petróleo en EE.UU. todavía 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 junio estaba otra vez influenciado por las negociaciones entre la UE y Grecia. Al seguir las negociaciones, parece que en Grecia entienden el mundo de otra forma que los otros países civilizados. O quizá es que simplemente no se comportan como adultos, como mencionó Christine Lagarde, la directora gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI). Creo que el problema griego tiene raíces más profundas y incluso tiene que ver con su pasado lejano.

Probablemente pocos se acuerdan de la batalla de Farsalia en Grecia el 9 de agosto del 48 a. C. en la que Cayo Julio César definitivamente venció a Pompeyo, su adversario en la guerra civil. La batalla fue no solamente decisiva para el inicio del imperio romano. Después de su victoria César hizo un comentario cuyo significativo tiene relevancia hasta nuestros tiempos porque pone de relieve que ya en aquel entonces los griegos se apoyaron en su pasado. Según el historiador Appian de origen griego César dijo después de la victoria a los adversarios griegos la siguiente frase: „Ποσάκις ὑμᾶς ὑπὸ σφῶν αὐτῶν ἀπολλυμένους ἢ δόξα τῶν προγόνων περιώσσει? („¿Cuántas veces la gloria de sus antepasados podrá salvarles de la auto-destrucción?“). No sé cuántos griegos hoy en día todavía entienden el griego antiguo, pero la verdad es que algunos griegos utilizan esta misma frase apuntando que pocas cosas han cambiado en más de 2.000 años! De ahí que ya era tiempo para la UE de poner un fin a las demandas griegas. Los griegos hablan estos días mucho de democracia (que efectivamente tiene su origen en Grecia), pero para negociar con la UE deberían ante todo acordarse de un dicho latín: Pacta sunt servanda!

Análisis macro-económico

EE.UU.

Poco a poco los datos económicos que salen de EE.UU. van mejorando y indican lo que muchos expertos ya vislumbraban: El bache en el primer trimestre ha sido un fenómeno pasajero y no es un indicio de una debilidad general de la economía. La mejora de la economía la notamos en primer lugar en el sector automovilístico. Como muestra el gráfico abajo, las ventas de coches alcanzaron el mes pasado un nuevo récord desde hace los últimos años.

Como señalé en mis informes anteriores, detrás de la mejora del mercado automovilístico hay varios factores: En primer lugar es el incremento de la población que actúa como una fuerza continua. En segundo lugar es la bajada de la gasolina y el mejor acceso a los préstamos. La antigüedad de los coches también tiene un efecto positivo, pero también es verdad que la edad media de los coches americanos sube cada año.

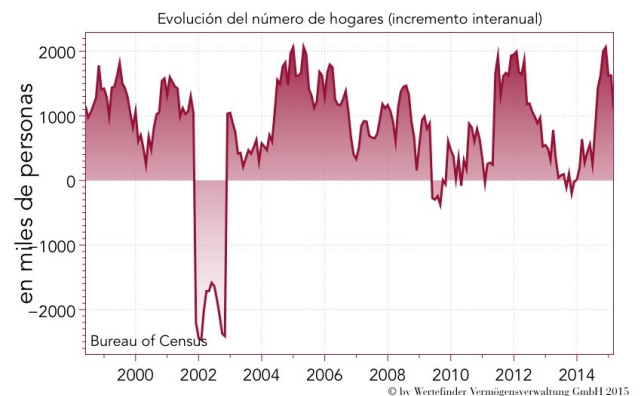
La situación positiva de la demografía es igualmente un factor clave para el sector de la vivienda aunque la evo-

Ventas de automóviles en EE.UU.



lución en cada mes depende mucho de los tipos de interés y de la formación de los nuevos hogares. Es decir, aunque la población sube (a un ritmo anual de 2 millones en EE.UU.), esta subida no se traslada necesariamente en una mayor demanda de la vivienda porque para la creación de un nuevo hogar se necesitan también otros factores (renta disponible, confianza, etc.). Por ello es necesario observar no solamente la evolución de la población sino también la creación de los hogares. Según observamos en el gráfico abajo parece que efectivamente los americanos se sienten con más confianza para formar un hogar. El reciente pequeño bache puede explicarse por la subida de los tipos de interés.

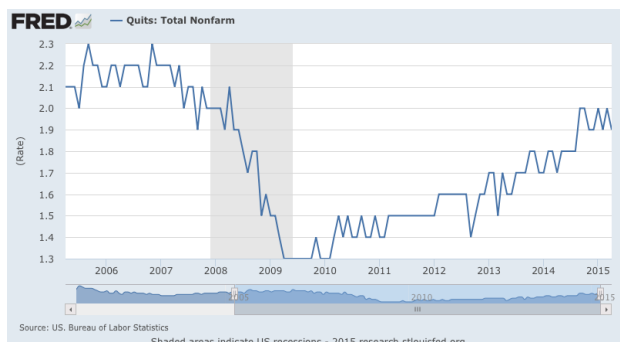
Creación de hogares en EE.UU.



La buena marcha en estos dos sectores clave de la economía indica que el consumidor americano se ha finalmente despierto. En este sentido hay que interpretar también la mejora de las ventas al por menor que el mes pasado acusaron una subida del 1,9 % (tasa interanual de los primeros 5 meses). La mayor parte de la subida se debe otra vez a productos relacionados con el automóvil, pero observamos también mucha fuerza en bebidas y comidas que se han consumido en restaurantes y bares (+ 8.9%). Está claro, si los americanos no tuvieran confianza, no se gastarían tanto en restaurantes y bares!

Aunque el consumo por lo tanto muestra cierta fuerza, parece que el consumidor tampoco entra en euforia. Al menos esta es la idea que uno obtiene al observar la

evolución del llamado „quits ratio”, es decir la tasa de empleados que buscan un nuevo empleo. En el gráfico abajo observamos que esta tasa se mantiene sin cambios y así los americanos toman su tiempo para la búsqueda de un nuevo empleo. Es un dato que la Reserva



Federal (la „Fed”) tendrá en cuenta cuando tomará una decisión sobre los tipos. No obstante, aparte de la evolución del mercado laboral la Fed se interesa sobre todo por la evolución de los salarios y la inflación. La inflación sigue siendo muy baja, pero como muestra el gráfico siguiente los salarios ya han repuntado un poco. El repunte es débil pero de continuar así la Fed no lo puede ignorar. No obstante, para tomar la decisión de subir los tipos necesitará tener más datos y la convicción que la economía (mundial) puede soportar esta subida (que al final ya está descontada).



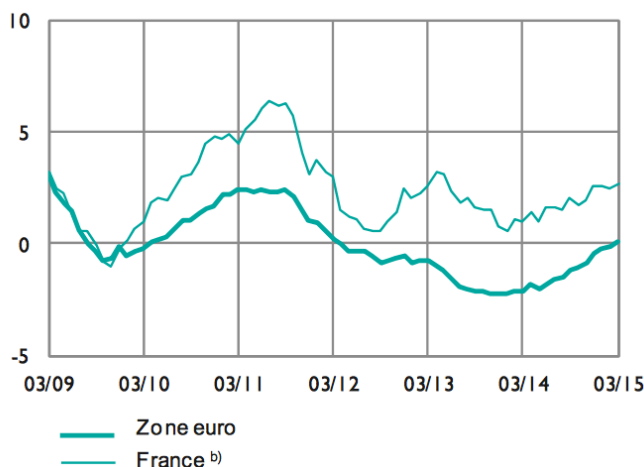
Europa

Al juzgar por los PMIs (un indicador que mide el clima empresarial), en Europa la recuperación parece ser cada vez más generalizada. Incluso en Francia, el país que más tardó con la recuperación, se ha observado un incremento del PMI. La Banque de France espera una continuación del crecimiento y prevé que el PIB alcance este año el 1,2 %, seguido por un incremento en el 2016 del 1,8 %.

Una buena señal es el incremento del crédito en la zona euro y en Francia se observa incluso una subida mayor que la media en la zona euro (véase el gráfico abajo). No obstante, en Francia se trata sobre todo de préstamos al

consumo, mientras los préstamos al sector no-financiero no tienen tanto vigor.

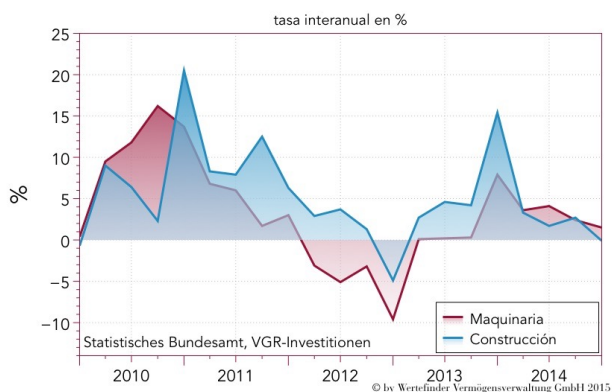
Tasa de crecimiento del crédito en Europa



Fuente: INSEE

En Alemania la evolución del PMI también es positivo, pero el indicador más relevante es el índice IFO porque sigue bastante bien la evolución del PIB. El IFO bajó el mes pasado desde el 108,5 al 107,4 y así refleja algo menos de optimismo. Es menos la incertidumbre de Grecia y más el entorno global (por ejemplo Rusia y otros mercados emergentes) que afecta al ánimo de los empresarios. A pesar de un menor dinamismo, Alemania tendrá un ritmo económico del 1,6 % este año, impulsado por el consumo que a su vez se beneficia de los incrementos salariales y de la creación de nuevos empleos. El lado flojo de Alemania sigue siendo la inversión. El gráfico abajo ilustra que ya desde hace unos años las tasas de inversión lastran el crecimiento en Alemania. Entre las razones hay que mencionar en primer lugar que los empresarios alemanes prefieren la inversión fuera de Alemania. Influye tanto la situación demográfica, los elevados costes laborales como los altos costes energéticos. Un papel importante juega también la reforma energética y el cierre de las centrales nucleares.

Evolución de las inversiones en Alemania



China

La moderada desaceleración del crecimiento económico en China continua su rumbo como queda claro con la publicación del PMI hoy (siempre se publica el primer día del mes). El PMI en China es uno de los datos más relevantes para evaluar el entorno económico. El PMI se quedó sin cambios al 50,2, es decir refleja un crecimiento moderado. Ya antes quedó claro por las bajadas de los tipos de interés que la economía china necesita todavía estímulos para evitar que el ritmo de crecimiento baje de forma más acelerada.

Evolución del precio de la vivienda en Beijing



Aún así, al menos en el mercado inmobiliario se observa una notable mejora. Como ilustración de esta mejora véase arriba la evolución de los precios de la vivienda en Beijing (el sector de la vivienda es muy importante porque explica un 15 % del PIB).

En resumen, hay que constatar que el gobierno chino está capaz y tiene la voluntad de conseguir una desaceleración controlada del crecimiento.

Petróleo

El precio del petróleo tanto en mayo como en junio no ha tenido una clara tendencia y se mantiene casi a los mismos niveles como a principios de mayo. En el precio del petróleo influyen por un lado las existencias en EE.UU. (que aunque han bajado se mantienen altas y reflejan una sobre-oferta del petróleo). Por el otro lado es la bajada de las torres de perforación que hace pensar que tarde o temprano la producción por el fracking empieza a bajar. No obstante, a pesar de la bajada de las torres, la producción en EE.UU. alcanza casi cada semana un nuevo récord. El motivo no es solamente la cada vez más eficiente producción sino también la práctica de las compañías de empezar a abrir pozos pero de no terminarlas. Esta práctica, que los expertos llaman fracklog supone que una vez que los precios suban las compañías vuelven a aumentar la producción en 2 o 3 meses (véase también el siguiente enlace que da más explicaciones: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-23/u-s-shale-fracklog-triples-as-drillers-keep-oil-out-of-market-i8u004xl>).

Nos encontramos por lo tanto ante una situación que limita claramente subidas del petróleo. En cuanto a posibles bajadas del precio hay que ver también una posible oferta adicional desde Irán (en función de un posible acuerdo nuclear entre Irán y EE.UU.). Sorpresas en la demanda son menos probables porque reflejan la economía global. Por ello es la oferta que mueve los precios.

Estrategia del fondo

Aprovechamos las bajadas de las bolsas en el mes de junio para aumentar la exposición a renta variable del 58 % al 69 %. No creíamos que la crisis griega tendría efectos duraderos en los mercados (y mucho menos en las economías) y por eso compramos compañías a precios razonables que antes cotizaban a precios altos. En renta fija compramos un bono a corto plazo para reducir la liquidez.

No modificamos la exposición a divisas.

Evolución del fondo

El mes pasado el fondo sufrió una bajada a cierre de junio del 3,85 % y con ello la rentabilidad para 2015 quedó en el 6,34 %. Este resultado refleja sobre todo el comportamiento de los mercados de renta variable.

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

Entre los valores que mejor se han comportado se encuentran Gemalto, Diasorin, Init, General Mills, Teledyne y Sanofi. Entre las compañías con un peor comportamiento destacan los valores de Intel, OHB, Roche y Rolls Royce.

La debilidad del dólar (que bajó casi un 2 % durante el mes) ha tenido un pequeño impacto negativo en la rentabilidad de la cartera.

Perspectivas

En momentos de incertidumbre, sea de índole económica o política, las bolsas tienden a mostrar una volatilidad más elevada. Grecia lastra las bolsas no por primera vez, pero esta semana ha sido decisiva porque la UE ha por fin dejado claro que ya no acepta el chantaje de Grecia. La bajada bastante moderada de las bolsas este lunes (que incluso reconoció el ministro de finanzas alemán Wolfgang Schäuble) refuerza esta postura de no ceder ante las demandas griegas. En estos momentos no sabemos el desenlace del „referéndum“ en Grecia el domingo que viene (si realmente lo hay). Posiblemente después del domingo aumenta otra vez la volatilidad, pero cualquier „Grexit“ será asumido por los mercados.

Por ello es importante no perder de vista el buen entorno económico en el que nos encontramos:

- Tipos de interés todavía ultra-bajos
- Precio del petróleo bajo sin riesgo de subidas mayores
- Economía europea con signos de recuperación
- Dólar fuerte con perspectivas de subida
- Economía americana con crecimiento moderado impulsado por el vigor de los sectores claves
- Economía china con descenso del ritmo de crecimiento, pero de forma controlada
- Valoraciones de la renta variable sin excesos

A estos factores positivos hay que añadir el factor de la innovación, que al final es el catalizador detrás de cualquier quehacer económico. Quizá el sector donde se observa la innovación a gran escala es el sector automovilístico. Dentro de un futuro no muy lejano será realidad el vehículo autónomo (por cierto, otra vez chocamos con el griego antiguo ..., porque *nómos* ("νόμος") viene del griego antiguo (se traduce como ley en español).

Muchas compañías alemanas lideran este desarrollo y en la cartera se encuentran varias empresas que de forma directa o indirecta se beneficiarán de esta tendencia.

Bad Homburg, 1 de julio de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH