



Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

48 Valores de Renta Variable:	76 %
26 Valores de Renta Fija:	18 %
Liquidez:	6 %



Rentabilidad desde 6/2011
+33%

Rentabilidad media 3a
+4,45%

Diversificación por Divisas:

EUR:	49 %
USD:	22 %
CHF:	7 %
INR:	5 %
MXN:	3 %
NOK:	2 %
ZAR:	2 %
GBP:	2 %
NZD:	2 %
Otros:	6 %

Principales valores:

Roche:	4,2 %
Intel:	4,1 %
BMW:	3,9 %
Johnson:	3,4 %
IBM:	3,3 %
Unilever:	3,1 %
Allianz:	3 %
Alberts:	2,7 %
Yara:	2,5 %
ABB:	2,4 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	34 %
EE.UU.:	27 %
Suiza:	7 %
Países Bajos:	7 %
Sur Europa:	5 %
Noruega:	2 %
Suecia:	2 %
Hongkong:	2 %
UK:	2 %

Ratio de Sharpe
0,78

Volatilidad 3 años
10,43%

Máxima caída 4 años
25,3%

Informe de mercado - Marzo de 2016

- Fuerza del mercado laboral estadounidense sugiere consumo estable
- Recuperación del índice ISM manufacturero sugiere mejora de este sector
- Reducción prolongada de la producción de petróleo por parte de EE.UU.
- Subida de las ventas minoristas en Alemania sin mucho vigor: 1,5 % (tasa interanual)
- Subida de las ventas minoristas en Francia con más vigor: 1,8 % (tasa interanual)
- El índice PMI en China se sitúa por primera vez desde julio 2015 por encima de 50

General

Es propio de los mercados financieros de sobre-reaccionar ante el diluvio de datos financieros y datos macro-económicos. También es cierto que a veces lo que antes parecía ser una sobre-reacción, resulta en últimas instancias un comportamiento acertado. Este año el comportamiento de los mercados ante los datos está siendo una sobre-reacción que todavía no ha terminado. Ya no se espera ni una recesión en EE.UU. (aunque siempre hay un riesgo) ni un aterrizaje duro en China. Es de manifiesto que la capacidad de los mercados de pronosticar correctamente una recesión ha disminuido después de la crisis financiera del 2008. Ya antes se bromeaba de que los mercados habían pronosticado correctamente 10 recesiones de las últimas 5 recesiones. Esta vez el temor de la recesión en EE.UU. se debe entre otras cosas al aumento de los márgenes de los bonos. Pero se sabe que este indicador no es muy fiable para pronosticar una recesión. Además, en un mundo donde los bancos centrales distorsionan el precio del dinero este indicador sirve cada vez menos como referencia. Por lo tanto podemos constatar que los mercados nos sirven poco como guía del estado de la economía.

Es por ello que en Wertefinder nos centramos en el análisis de los datos de cada uno de los importantes bloques económicos en el mundo. Se trata de analizar su relevancia (separando la paja del trigo) y probar su consistencia con otros datos para después formular una opinión coherente. Solo un análisis detenido nos permite mantener una opinión firme sobre la economía y no dejarnos hacer caer por un ráfaga de viento. Este tipo de análisis detenido cobra especial importancia en un mundo donde los medios de comunicación tienden a „asustar“ a los inversores con una narrativa a veces poca fundada.

La irracionalidad de los mercados quedó otra vez patente recientemente después de la sesión del BCE de relajar la política monetaria: En el plazo de tan solo pocas horas el DAX mostró vaivenes de un 5 %. Es difícil pensar que el patrimonio representado por las 30 empresas del DAX puede variar en pocas horas en un 5 % sin que hubiera noticias de gran envergadura.

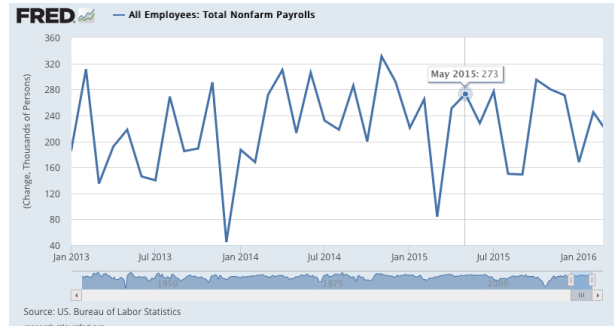
Por último, siempre es nuestra intención dar transparencia a nuestras decisiones para que el inversor entienda los motivos principales que guían su inversión en el fondo.

Análisis macro-económico

EE.UU.

Hace no mucho tiempo en los mercados cundió el temor de una posible recesión en EE.UU.. Si bien era verdad que el vigor de la economía había disminuido, hablar de una recesión era exagerado y así lo dijimos en nuestras comunicaciones. Entretanto salieron más datos y sobre todo la evolución del mercado laboral no da ningún indicio de una recesión. Como se observa en el gráfico a continuación se siguen creando nuevos puestos de trabajo que rondan los 200.000 y con ello la economía

americana ha creado nuevos puestos durante 73 meses. Es significativo que los salarios reales siguen creciendo igualmente y así contribuyen a que el consumo se mantiene fuerte. En cuanto a los sectores donde más empleo se crea, se trata sobre todo de la construcción, servicios, salud y tiempo libre. El sector manufacturero sigue perdiendo empleo al mayor ritmo desde hace un año, pero estas pérdidas se compensan con creces con las subidas en los otros sectores.

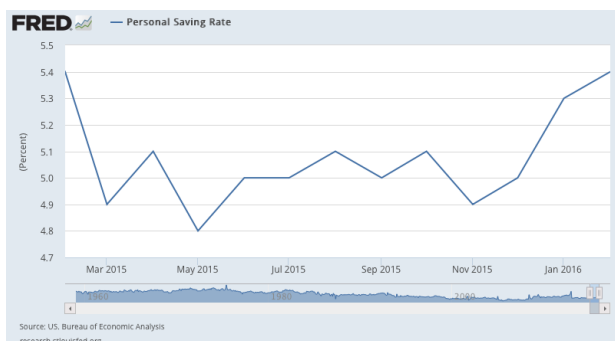


Ya que los temores sobre la debilidad de la economía provenían del sector manufacturero es interesante observar que en este sector se notan por primera vez en muchos meses signos de recuperación: Una buena referencia para la salud de este sector es el índice PMI que publica mensualmente el Institute of Supply Management (ISM). Efectivamente, el índice del ISM ha crecido fuertemente en marzo y señala por primera vez desde agosto 2015 un crecimiento en este sector. El índice contiene varios componentes (producción, empleo, precios, etc.) y el componente con más alza ha sido el de los nuevos pedidos como se aprecia en el siguiente gráfico.



En resumen, el sector manufacturero parece que se encuentra en una posición algo más fuerte mientras el buen entorno del mercado laboral sugiere que el consumo mantiene igualmente su fuerza. No obstante, la continua subida de la tasa de ahorro (véase el gráfico abajo) sugiere que los consumidores no utilizan enteramente su capacidad de gastar que les produce la bajada de los precios energéticos. En este escenario donde los salarios crecen también moderadamente es probable que la Reserva Federal (la „Fed“) suba los tipos una o

dos veces este año. Únicamente por motivos de los mercados globales podrían causar un cambio de actitud.

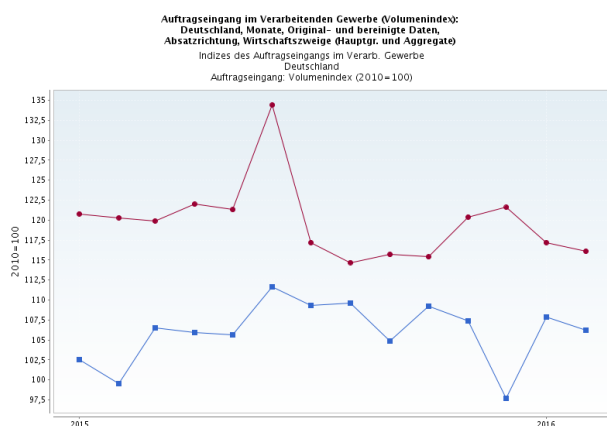


Europa

En Europa los datos sobre el crecimiento y la confianza tanto de empresarios y consumidores son mixtos. Generalmente abunda la opinión de una desaceleración del crecimiento. No obstante, si nos centramos en la economía más grande de Europa, Alemania, entonces se observa al menos una mejora del importante índice IFO que mide las expectativas de una encuesta de 7.000 empresarios. Subió moderadamente por primera vez en tres meses. Se supone que sobre todo en Alemania el consumo es muy fuerte debido a los incrementos salariales, el efecto de los refugiados y la creación de nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, el incremento en febrero de „solo“ un 1,5 % interanual en términos reales (corregido por efectos estacionales) decepciona (sobre todo si se compara con el 1,8 % de Francia, véase abajo).

A pesar de la mejora del índice IFO el sector manufacturero en Alemania se encuentra sin vigor. Los datos sobre los pedidos publicados hoy, tanto de la zona euro y la zona non-euro, muestran un estancamiento (la línea roja recoge la evolución de los pedidos de la zona non-euro y se observa que sobre todo durante la época del dólar fuerte hubo un gran auge).

Estos datos sugieren que el sector manufacturero se mantenga débil en un futuro inmediato.



Tradicionalmente para Alemania han sido importantes las exportaciones. En el 2015 crecieron solo un 3,3% pero para entender el comportamiento de este sector hay que mirar el desglose de las exportaciones por países: En primer lugar hay que destacar que China explica un 7 % de las exportaciones de Alemania y con ello ocupa solo el quinto puesto en importancia, detrás de EE.UU., Francia, el Reino Unido y incluso los Países Bajos. No obstante, las exportaciones a China sufrieron un descenso del 3,6 %, parecido al descenso en Francia del 3 %. Con ello dos de las mayores naciones importadoras de productos alemanes contribuyeron a la menor dinámica. Del otro lado destaca el incremento de naciones más pequeñas como Austria, Polonia y Países Bajos que mostraron un incremento muy fuerte. La bajada del precio del petróleo afectó a la exportación a Rusia y Noruega que sufrieron descensos entre de entre un 10 % y 23 %.

En la segunda economía, Francia, se observan también datos mixtos: En febrero, el consumo real de bienes de las familias se incrementó un 1,8% interanual (corregido por efectos estacionales), alimentado sobre todo por las compras de productos relacionados con los hogares (+10,8 %!) y los automóviles (restando los productos energéticos que experimentaron una bajada debido a los precios, el incremento hubiera sido mucho mayor, alcanzando un 2,6 %). En Francia se observan así los efectos positivos de un estímulo del consumo. Por otro lado, el desempleo ha descendido en todo el 2015 solo un 0,1 % y se mantiene muy alto al 10,3 %. En la UE Francia se sitúa entre el quinto país con los gastos laborales más altos (35,1 euros frente a 32,2 por ejemplo en Alemania y 21,2 en España según Eurostat). Le superan Dinamarca, Bélgica, Suecia y Luxemburgo. Estos datos inspiran poca confianza de que Francia pueda reducir su tasa de empleo sin reformas drásticas del mercado laboral.

China

Uno de los eventos principales el mes pasado ha sido la aprobación del XIII Plan Quinquenal. Entre los objetivos más destacados se encuentra la creación de 50 millones de empleos urbanos y un nuevo enfoque en la urbanización. El gobierno reiteró así su objetivo de alcanzar que la tasa de urbanización llegue al 60 % de la población. El plan contempla también el aumento de las líneas de ferrocarril de alta velocidad a 30.000 kilómetros, frente a los 19.000 kilómetros actuales. De esta manera se pretende unir el 80 % de sus grandes ciudades a través de la red de alta velocidad. Con el fin de implementar los planes de inversiones en la infraestructura el gobierno prevé aumentar el déficit público del 2,3 % al 3 % y incrementar asimismo la masa monetaria M2 del 12 % al 13 %. Con el fin de mantener las altas tasa de crecimiento el gobierno recurre por lo tanto al crédito y junto con un relajamiento de la política monetaria es muy pro-

bable que la tasa de crecimiento se mantenga en la banda prevista por el gobierno: Entre un 6,5 % y 7 %.

Para alcanzar sus objetivos de la urbanización el gobierno debe seguir con las medidas de fomentar las viviendas fuera de las grandes ciudades. Es en estas ciudades donde se observa el mayor crecimiento de los precios. El éxito de desviar los migrantes hacia las ciudades de segunda y tercera categoría requiere también una reforma del sistema de registro de los hogares („hukou“). Solo personas debidamente registradas tienen derecho a prestaciones sociales y escolares y así es de suma importancia la reforma de este sistema. Esta reforma y la reforma de la seguridad social contribuiría a reducir paulatinamente la tasa de ahorro (que por motivos de cautela se mantiene muy alta) y con ello fomentar el sector de los servicios.

Debido a las fiestas del Año Nuevo los datos macroeconómicos son sesgados y por ello en este informe no entramos en más detalles. No obstante, en las últimas semanas la percepción en los medios de comunicación sobre el estado de la economía china ha cambiado! Ya no se habla de una economía que está al borde de un aterrizaje duro, sino cada vez más se mencionan los méritos de la transición hacia el consumo y los servicios que ya explican más de la mitad del PIB chino. Este cambio de percepción queda patente también en el informe del Peterson Institute for International Economics que ofrece una narrativa mucho más equilibrada sobre la economía china que la prensa diaria. Solo basta citar una frase de este informe (por si interesa este es el enlace: <http://www.piie.com/publications/briefings/piieb16-3.pdf>) para entender que los mercados financieros tuvieron una opinión demasiado pesimista: „The ultra-bearish view is not consistent with the strong growth of wages, household disposable income, airline and rail passenger traffic, household outlays on entertainment, and other indicators of strong service sector growth.“ Podemos añadir que el incremento de la importación del crudo y otras materias primas tampoco es consistente con la visión pesimista de los mercados. De hecho, el PMI chino que salió el primero de abril confirma que el estado de la economía china se está recuperando (el índice se situó otra vez por encima del nivel crítico de 50 por primera vez desde julio de 2015). Subieron tanto el índice manufacturero como el de servicios (no obstante, el índice de servicios sufrió por los efectos de las festividades del Año Nuevo que redujeron la demanda para ferrocarriles, restaurantes, ventas minoristas, etc.).

En últimas instancias hay que subrayar que el gobierno tiene la voluntad y capacidad para alcanzar sus objetivos de crecimiento mediante medidas fiscales y monetarias. No obstante, el riesgo a medio/largo plazo es un deterioro de las finanzas públicas.

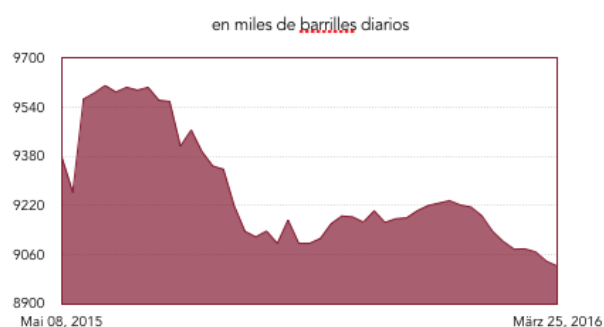
Materias primas

Petróleo

Los precios de petróleo se siguen beneficiando del posible acuerdo entre los principales productores de congelar la producción a niveles de enero de este año. La subida de los precios del petróleo se explica también por la apertura de posiciones especulativas y la reciente debilidad del dólar.

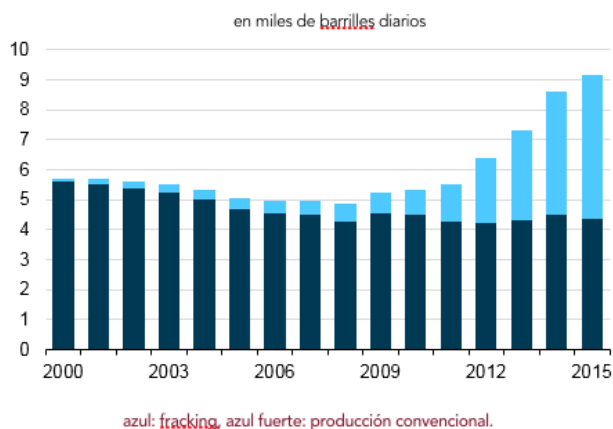
Cada vez más importancia, sin embargo, cobra el continuo descenso de la producción en EE.UU. Los datos semanales indican que ya desde hace más de 7 semanas observamos casi cada semana una caída de entre 10.000 y 30.000 barriles. En mi opinión estos datos son más importantes que los datos sobre las existencias (que el mercado observa igualmente detenidamente cada semana), porque las existencias dependen también de muchos efectos estacionales como el clima y el cierre de refinerías por mantenimiento.

Producción de crudo en EE.UU.



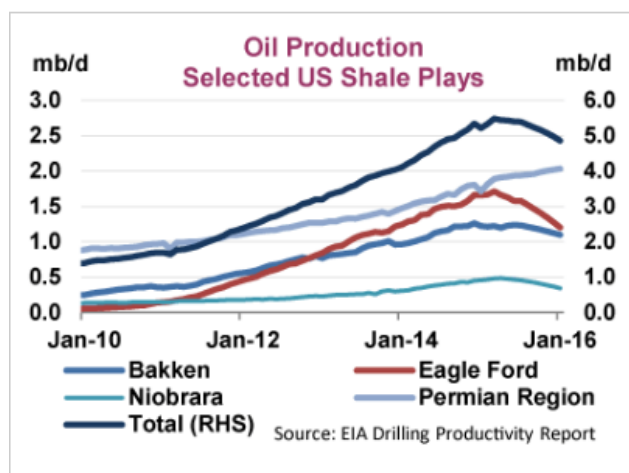
Ya que el aumento de la producción se debe en primer lugar al „fracking“ muchos inversores me han preguntado qué porcentaje de la producción en EE.UU. se debe al „fracking“. El „fracking“ cuenta en el 2015 con el 51 % como se desprende del gráfico abajo que recoge las

Producción de crudo en EE.UU.



últimas cifras publicadas recientemente por la U.S. Energy Information Administration (EIA). Se aprecia igualmente el enorme aumento desde el 2011.

Del gráfico siguiente se desprende que la producción del fracking está bajando en casi todos los campos. En el gráfico observamos que el campo de Permian sigue aumentando su producción y en febrero y marzo se mantiene estable. Lo que el gráfico no revela es la composición de la producción: En Permian por ejemplo ha bajado el número de torres de perforación desde su cima en noviembre del 2014 un 70%. No obstante, durante el mismo período la producción de cada torre ha aumentado su eficacia. Por lo tanto la producción ha aumentado de 229 a 432 barriles diarios por torre.



Evolución del fondo

En el mes de marzo el fondo experimentó una subida del +0,58% (sobre todo en la primera mitad del mes y sin mostrar mucha variación en la segunda).

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en el orden de aportación positiva): IBM (+0,55%), Intel (+0,4%), Corticera Amorim (+0,22%), Elring Klinger (+0,22%), Brembo (+0,21%) y BMW (+0,2%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron Roche (-0,33%), Yara (-0,25%) y Sartorius (-0,09%).

La mayor aportación negativa por moneda extranjera la proporcionó el dólar americano que sufrió una caída de aproximadamente el -5% contribuyendo al fondo con un -1,17%.

Las empresas del fondo publicaron en su mayoría buenos resultados en sus informes anuales del 2015. Por destacar está BMW con un gran peso en el fondo cuyo aumento en sus ventas y EBIT fue del 14% y el 5,2% respectivamente, manteniendo estable su margen de beneficio y con un rendimiento por dividendo de aproximadamente el 3,2%. También nombrar a Elring Klinger cuyo curso de las acciones se ha recuperado bastante en los últimos meses, después de la notable caída que sufrió el pasado mes de septiembre al publicar una fuerte

reducción en el margen de beneficios por ventas debido a altos costes administrativos y de fabricación como consecuencia de un aumento desproporcionado en la demanda de sus productos.

Sartorius publicó unos resultados muy buenos en el cuarto trimestre del 2015. Consideramos la reciente caída como un ajuste tras el aumento desproporcionado que experimentaron el precio de sus acciones el mes de febrero.

El fondo se vio fuertemente afectado por la devaluación del dólar. Datos como el actual aumento demográfico en EE.UU. y que la inflación tenderá a la subyacente (entorno al 2,3% actual) cuando el precio del petróleo y del sector energético se estabilicen conllevarán a subidas de los tipos de interés. En contraposición teniendo en cuenta los problemas de la demografía en Europa, junto a un alto índice de paro y el gran endeudamiento creemos que el dólar se verá fortalecido en el transcurso del año.

Perspectivas

Si todavía quedaron dudas sobre la fuerza de la economía europea ..., los datos hoy de los pedidos manufactureros en Alemania confirmaron lo que los PMI ya señalaban: Nos encontramos en Europa en una fase de estancamiento. No obstante, la debilidad de la zona euro no se traslada a todos los sectores y dentro de la misma serie de los pedidos los productos de consumo muestran por ejemplo un comportamiento mucho mejor que los bienes de equipo. Generalmente se encuentra un buen negocio en muchas empresas de salud, alimentación, consumo privado y en el sector automóvil (recordemos que las matrículas de nuevos coches solo en la zona euro se encuentran casi a máximos de los últimos años). Además hay una serie de nichos de mercado donde las empresas con un negocio fuerte aumentan sus ventas. Los resultados empresariales confirman esta misma tendencia de que existen sectores en los que las empresas siguen aumentando sus ventas y beneficios. Por otro lado, incluso en los sectores con buenas perspectivas existen empresas que de alguna u otra forma tienen un vínculo con las materias primas y por ello se merman sus ventas.

En el corto plazo los mercados estarán afectados por los resultados empresariales y cada vez menos importarán el precio del petróleo y la cuestión de cuántas veces la Fed va a subir los tipos. La Fed misma no lo sabe y muchos miembros de su consejo se han equivocado reiteradamente así que nosotros no sacamos nuestra bola de cristal para adivinar el futuro. Nos limitamos a seleccionar aquellas empresas que ganan dinero en cualquier entorno de mercado.

Bad Homburg, 5 de abril de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH