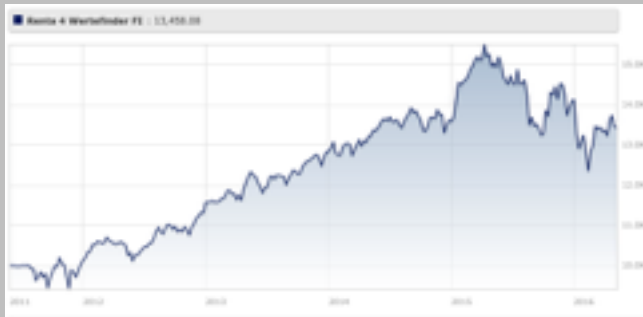
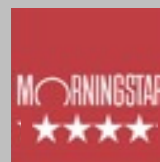


Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

47 Valores de Renta Variable:	65 %
27 Valores de Renta Fija:	20 %
Liquidez:	14 %



Rentabilidad desde 6/2011  
**+35%**

Rentabilidad media 3a  
**+4,49%**

Diversificación por Divisas:

EUR:	56 %
USD:	16 %
CHF:	5 %
INR:	5 %
MXN:	3 %
ZAR:	3 %
GBP:	3 %
NOK:	2 %
NZD:	2 %
Otros:	5 %

Principales valores:

Johnson:	3,8 %
BMW:	3,8 %
Roche:	3,5 %
Allianz:	3,2 %
Unilever:	3,1 %
Aalberts:	2,9 %
BHP:	2,8 %
IBM:	2,7 %
Yara:	2,2 %
Hornbach:	2,1 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	31 %
EE.UU.:	24 %
Países Bajos:	8 %
Suiza:	7 %
Sur Europa:	6 %
UK:	4 %
Noruega:	2 %
Suecia:	2 %
Hongkong:	2 %

Ratio de Sharpe  
**0,45**

Volatilidad 3 años  
**9,78%**

Máxima caída 4 años  
**25,3%**

## Informe de mercado - Abril de 2016

- PIB americano con (pasajera) desaceleración en el primer trimestre
- Primera estimación del PIB europeo sorprende al alza
- PIB chino sorprende por el incremento de la producción industrial
- Índices PMI en China y Europa sugieren una desaceleración
- Producción del petróleo en EE.UU. desciende significadamente por debajo de 9 millones de barriles diarios

## General

Después de las turbulencias del primer trimestre de este año el mes de abril se ha mostrado algo más calmado. No obstante, a pesar de las subidas en el mes los índices de muchas bolsas se quedan todavía muy por debajo del inicio del año. Se trata por lo tanto de poco más que un repunte después de unas bajadas extremas por pánico. El repunte se debe tanto al descenso de los temores de una recesión en EE.UU. como a la mejora de la economía china. La percepción más realista de estas economías ha coincidido con la subida de los precios del petróleo que también sirvió como soporte de las bolsas. Lo que falta para una recuperación más fuerte de las bolsas son los resultados empresariales y buenas perspectivas de las empresas. Por el momento se puede constatar que los datos son mixtos: Empresas con un negocio menos cíclico y productos singulares han publicado buenos beneficios mientras aquellas empresas cuyas ventas dependen de alguna forma del sector energético han sufrido. En este lugar las bajadas de las ventas se debe en muchos casos al aplazamiento de las ventas por parte de los compradores; una situación que puede conllevar mayores ventas en el futuro.

**En este informe iniciamos hoy un mayor enfoque sobre los productos de las empresas en la cartera del fondo. Al final, aunque invertimos en activos financieros, el fondo de la inversión son bienes reales. Para la inversión no es suficiente solo el análisis de los datos financieros sino se requiere también un conocimiento profundo de los productos. Iniciamos esta serie con los productos farmacéuticos.**

## Análisis macro-económico

### EE.UU.

La publicación la semana pasada de la primera estimación del PIB del primer trimestre subraya que la economía americana ha entrado claramente en una fase de desaceleración. El crecimiento del 0,5 % en el trimestre es el crecimiento más débil después del 2014. El descenso del vigor de la economía americana se debe sobre todo al descenso de las inversiones (véase el gráfico abajo para el desglose de la aportación de cada componente del PIB al crecimiento), pero el sector exterior tuvo también una aportación negativa al crecimiento. El



consumo privado se muestra igualmente más débil que en los trimestres anteriores.

Los datos de otros indicadores como por ejemplo el tráfico ferroviario, reducción de la confianza de los consumidores, las ventas de coches y viviendas sugieren que en abril tampoco se notará una reactivación. En vista de esta debilidad en el primer trimestre, ¿cuáles son las perspectivas para una recuperación en los próximos meses? Teniendo en cuenta que las inversiones sufrieron sobre todo por el sector energético, hay una cierta esperanza que después de la recuperación del precio del petróleo puede haber una mejora. La lectura de los resultados empresariales de las empresas americanas sugiere que muchos clientes han aplazado sus inversiones ante la bajada de los precios de las materias primas (que tarde o temprano aumentan otra vez). La inversión en el sector inmobiliario, si bien ha sido positiva, mostró igualmente cierta debilidad como muestra el gráfico siguiente de la evolución de las ventas. No obstante, debido a la evolución demográfica en EE.UU. y la creación de nuevos hogares para este sector seguimos siendo muy optimistas. El incremento de la población igual que la reposición de viviendas antiguas requiere una continua inversión en el inmobiliario. Los tipos bajos facilitan esta inversión.



Los consumidores ya llevan muchos meses con más cautela en sus compras. Esta cautela no se debe tanto a una merma de sus ingresos sino al aumento de sus ahorros como queda patente con el incremento de la tasa de ahorro (véase al gráfico abajo).



Aunque la confianza de los consumidores ha descendido recientemente, tampoco hay motivos para entrar en un pesimismo exagerado acerca de su comportamiento futuro. Al final, el mercado laboral mantiene su vigor y los salarios tienden igualmente hacia arriba. Ante este fondo la Reserva Federal (la „Fed“), es probable que mantenga una política más prudente a la hora de subir los tipos. No obstante, en la medida que la inflación se aproxime a la inflación subyacente (que ya alcanza más del 2 %), el banco va a actuar otra vez. Esta aproximación es muy probable porque las materias primas acusaron una subida muy fuerte los últimos meses. De hecho, aunque no subieran, la falta de más descensos ya sería suficiente para que la inflación se aproximara al 2 % (para una comparación de la inflación subyacente y inflación véase el gráfico abajo).



La Fed no puede tolerar la subida de la inflación durante mucho tiempo.

## Europa

Por primera vez Eurostat ha publicado una primera estimación del PIB en Europa tan solo 30 días después de terminar el trimestre (y no 45 días como antes). A partir de ahora se publican por lo tanto los datos del PIB europeo en el mismo momento que en EE.UU. El PIB en Europa subió un 0,6 % (+1,6 % en tasa interanual), mejor que esperado. La tasa de paro bajó igualmente y se sitúa ahora en el 10,2 % (año anterior 11,2 %). En línea con la mejora del crecimiento de la zona euro se encuentran también los datos sobre el incremento del crédito que subió fuertemente (véase el gráfico abajo).



Es un dato que el BCE observa detenidamente para su evaluación de la economía europea. Por países Francia

publicó un crecimiento relativamente fuerte del 0,5 % que se debe sobre todo a la fuerza de los hogares y en menor grado a la inversión en bienes de equipo. El sector exterior lastra otra vez el crecimiento. En cuanto a Francia, teniendo en cuenta la debilidad de muchos componentes como el PMI manufacturero de abril hay dudas si el primer trimestre realmente se confirma un cambio de tendencia. Al menos las exportaciones continúan lastrando el crecimiento y el vigor de los bienes de equipo puede haber sido una excepción al notar que los pedidos en abril han bajado. Entre los sectores con menor dinámica se encuentra el sector de la construcción que igualmente lastra crecimiento a las inversiones. La construcción explica solo el 8 % de la producción en Francia, pero este sector es el único con tasas de crecimiento negativas. Según la agencia Insee existe una correlación estrecha entre la construcción y las obras públicas y la debilidad de este sector se explica probablemente precisamente por la bajada del gasto público ante una deuda excesivamente alta.

En España pesa la incertidumbre política sobre las inversiones, pero más adelante en el año la posible subida de los precios del petróleo será un factor negativo (España se encuentra entre los países cuya factura del petróleo en relación del PIB es mayor!). En el corto plazo el inicio de la temporada turística tendrá un efecto positivo. El turismo se beneficia no solo de las crisis en otros países sino también del aumento del turismo chino que va descubriendo España (y cuyo gasto por persona se encuentra alto).

Los datos del PIB alemán se publicarán solo el 13 de mayo, pero ya ahora se estima un incremento para el primer trimestre del 0,5 %, es decir igual que en Francia. El índice IFO se recuperó un poco que está claro que por la debilidad de las exportaciones y las inversiones la economía tienen poco vigor. Es como un coche que solo va con un cilindro ..., que se llama consumo y incluso este cilindro no marcha tan bien como se podría pensar.

## China

Después de los temores sobre una aterrizaje duro en la economía china los mercados han vuelto a ser más sensatos. De repente se reconoce que efectivamente el sector de servicios aporta un peso más importante a la economía china. Esta percepción ha sido reforzada por el PIB del primer trimestre que subió un 6,7 %. Destaca también el fuerte incremento de la importación del crudo, igual que la importación de mineral de hierro y cobre. Datos que no son consistentes con la percepción anterior de una fuerte desaceleración! En la serie de buenos datos encajan también las reiteradas subidas de los precios de la vivienda que además se extienden a cada vez más ciudades (el mes pasado subieron los precios de la vivienda nueva en 63 ciudades de las 70 ciudades donde se observan habitualmente los precios por la agencia estatal de estadística). Es de destacar que las subidas de los precios de la vivienda en China son más

altas en las llamadas ciudades „first tier“, es decir las grandes ciudades que se encuentran sobre todo en las costas. Para equilibrar el mercado se necesitan sobre todo reformas para fomentar los flujos migratorios en el país.

Junto con el PIB se publicó también la tasa de crecimiento de la producción industrial que subió más de lo esperado al 6,8 %. Este incremento irrita porque en principio se pensaba que este sector iba a crecer a un ritmo más lento en consonancia con la transformación de la economía hacia los servicios. En todo caso, hay que notar igualmente que la mejora del crecimiento se ha conseguido a través de los estímulos fiscales (contemplado explícitamente en el último plan quinquenal) y a través del aumento del crédito. Este último desarrollo continua siendo una preocupación para el crecimiento futuro porque redimir la deuda es más difícil en un escenario de un crecimiento más moderado. La contrapartida del fuerte incremento de los préstamos se encuentra en la subida de la masa monetaria M2 (dinero en circulación y depósitos) como muestra el gráfico siguiente.



Aparte de la preocupación del crecimiento de las deudas, los mercados observan detenidamente la evolución de los llamados bancos sombra. La banca china ha estado utilizando productos de crédito como inversiones para así ocultar la verdadera naturaleza del activo subyacente y poder reducir de esta forma las provisiones (que dependen del riesgo de los activos) para evitar que mermen los beneficios. Dado la importancia de esta práctica la Comisión de Regulación Bancaria en China adoptó la semana pasada medidas para frenar esta práctica al requerir provisiones para este tipo de operaciones. Como consecuencia algunos bancos más pequeños pueden necesitar una ampliación de capital. Sorprende porqué las autoridades han esperado tanto tiempo para resolver un problema que existe ya alrededor de cinco años, pero se ve que al final las autoridades reaccionan de forma adecuada.

En resumen, China mantendrá unas tasas de crecimiento moderado en línea con los planes del gobierno. Los grandes temas como el proceso de urbanización y el auge de la clase media facilitan el mantenimiento del ritmo de crecimiento alto.

## Materias primas

### Petróleo

En Doha no se llegó a ningún acuerdo, pero los precios de petróleo han vuelto a subir a pesar de la falta de un acuerdo para congelación de la producción del crudo. Esta subida se debe en parte a la continua reducción en las exploraciones en EE.UU. como también las señales que la demanda se está recuperando (el fuerte incremento de la importación de China en el primer trimestre de un 13 % con respecto al mismo período del año pasado debe de haber jugado también un papel importante). Como voy señalando en mis informes desde hace tiempo, la producción en EE.UU. va bajando al ritmo de unos 20.000 barriles diarios y de continuar así la expectativa de alcanzar un equilibrio entre demanda y oferta más tarde en el año puede ser posible. No obstante, sobre el mercado pesan incertidumbres como por ejemplo la posible vuelta de Libia al mercado (siempre y cuando se alcance un nuevo acuerdo de paz entre los bloques políticos enfrentados) y el posible aumento del fracking ante precios más altos.

### Estrategía de la cartera

Aprovechando la subida de las bolsas en abril redujimos la exposición a la renta variable del 75 % al 66 %. En el marco de esta reducción modificamos la cartera al desprendernos de algunas empresas más débiles (Intel y Drägerwerk) para reducir riesgo y aumentar el peso de empresas con un mayor enfoque en las nuevas tecnologías. Los últimos meses la transformación de la industria hacia el nuevo modelo de digitalización o el Industria 4.0 va cobrando cada vez más fuerza. A nivel del consumidor se nota igualmente un cambio hacia la compra de productos online como confirman los datos en Alemania de las ventas minoristas para marzo de 2016. Creemos que no podemos pasar por alto estas tendencias y decidimos participar en porcentajes pequeños en aquellas empresas que creemos que están bien posicionadas (Kuka y Zalando). Tanto Kuka y en parte ABB (que ya está en la cartera destacan por su liderazgo en robots). Kuka es reconocido por sus robots en el campo de automoción, pero la empresa amplifica su gama de productos a otros sectores.

En el sector farmacéutico y de la salud, un área que nos parece muy interesante, en la que se están mostrando avances muy importantes, es el de la investigación contra el cáncer a partir del desarrollo de fármacos que refuerzan el sistema inmunológico (“inmunooncología”). En concreto en el desarrollo de fármacos que bloquean la interacción de determinadas proteínas que usan algunas células cancerígenas para no ser reconocidas y pasar desapercibidas sin ser atacadas por el sistema inmunológico. Estos fármacos permiten así desenmascarar a las células cancerígenas para que de forma natural sean eliminadas por el propio organismo de defensa. La inmunooncología es una alternativa con menos efectos secundarios en comparación con los tratamientos convencionales como son la quimioterapia y radioterapia.

En este campo destacamos Bristol Myers Squibb (BMS) en el que hemos abierto una nueva posición este último mes en el fondo tras reducir el peso de Roche. BMS dispone actualmente de la mayor gama de productos relacionados con la inmunooncología. Con sus productos comercializados bajo los nombres Opdivo (nivolumab) y Yervoy (ipilimumab) BMS se sitúa en la vanguardia en este campo terapéutico. Otras empresas como Roche y Merck están desarrollando su propio producto. El producto de Roche, Atezolizumab, no está tan avanzado como los de BMS, pero la empresa espera una rápida introducción. Los productos de BMS y Roche difieren tanto en sus campos de terapia como en su modo de actuación sobre las células. Por ello consideramos oportuno disponer en la cartera de los dos líderes en este mercado (la cartera de empresas farmacéuticas se completa con una pequeña posición en Sanofi e Illumina, el peso de este sector asciende al 18,5%).

Mantenemos todas las posiciones en el sector automovilístico sin cambios. También en este sector se prevé una ruptura del negocio con la mayor penetración del car-sharing y del coche eléctrico. El gobierno alemán aprobó la semana pasada una ayuda a los coches eléctricos. La máxima ayuda de 5.000 euros no cambiará rápidamente las perspectivas del sector (y las cotizaciones no sufrieron grandes cambios). Más importante va a ser la introducción de un mayor número de surtidores de energía. Quizá la ruptura del mercado se consigue solo con la producción de una nueva generación de acumuladores que permiten cargar el acumulador en pocos minutos. La empresa china Huawei comunicó el noviembre pasado que había desarrollado una batería para los smartphones que permite la carga en pocos minutos. Se trata de una tecnología enteramente nueva lo que lleva a pensar que si la batería funciona bien en los smartphones, su adaptación de la tecnología para los acumuladores en los coches no tardará mucho. Con las cuatro empresas en la cartera, BMW y los proveedores Leoni, Elring Klinger, Brembo y Fuchs Petrolub (en parte) creemos que estamos bien posicionados para que la cartera se beneficie de estas tendencias.

Dentro de la idea de invertir en empresas que fabrican productos de primera necesidad mantenemos nuestras inversiones del sector de la alimentación, tanto en empresas que ofrecen el producto final como General Mills y Unilever o como en empresas que fabrican ingredientes como Symrise.

## Evolución del fondo

En el mes de abril el fondo experimentó una subida total del +0,6%.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva) BHP (+0,59%), Allianz (+0,3%), Roche (+0,16%) y BMW (+0,15%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron Illumina (-0,27%), Corticera Amorim (-0,15%) y ElringKlinger (-0,15%) e IBM (-0,14%).

La mayor aportación negativa por moneda extranjera la proporcionó el dólar americano que sufrió una caída de aproximadamente el -1% contribuyendo al fondo con un -0,2%

## Perspectivas

El estado de la economía mundial se puede describir como crecimiento moderado con ciertos riesgos de decepcionar. No obstante, en los tres importantes bloques EE.UU., China y Europa se observan tasas moderadas y no sorprende que siempre puede haber un trimestre más débil (como ahora EE.UU.) sin que esto cambie el entorno del crecimiento global.

Opinamos que incluso en un mundo con un ritmo pausado de crecimiento existen muchas oportunidades para invertir en empresas cuyo crecimiento depende menos de la coyuntura sino de tendencias claves. Tendencias claves porque los productos de estas empresas responden a las necesidades básicas de la humanidad y de las empresas:

- mejorar la calidad de vida del ser humano mediante el desarrollo selecto de productos alimenticios, farmacéuticos y de diversión (entertainment)
- facilitar a la población la movilidad, comunicación y un nivel alto de seguridad en todos los ámbitos del hogar y de la empresa
- facilitar a las empresas los medios para alcanzar un mayor rendimiento de su maquinaria igual que la protección del medio ambiente

Precisamente en la selección de empresas que reúnen estos criterios se inscribe la estrategia del fondo. Participamos por lo tanto en estas tendencias mediante la inversión en empresas innovadoras con balances sólidos y que han demostrado durante muchos años que se mantienen a la altura de las nuevas tendencias y cuyas valoraciones dejan potencial para que la cotización crezca.

No obstante, sería erróneo pensar que la inversión en una cartera de estas empresas produzca en cada momento retornos positivos. Las valoraciones suelen variar en función del ánimo de las bolsas y las inversiones están sujetas a veces a un largo ciclo que no produce resultados inmediatamente. Esta percepción queda patente por ejemplo en las empresas farmacéuticas cuyas inversiones dan resultados a veces solo después de varios años de investigación. Al inversor se le requiere por lo tanto paciencia, pero los frutos justifican esta paciencia. Precisamente los patrimonios grandes de muchas familias y empresas igual como de estados siguen esta estrategia de pensar a medio y largo plazo.

Bad Homburg, 4 de mayo de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH