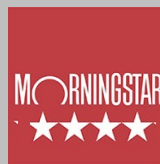


Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

48 Valores de Renta Variable:	69 %
27 Valores de Renta Fija:	20 %
Liquidez:	11 %



Rentabilidad desde 6/2011
+37%

Rentabilidad media 3a
+4,37%

Diversificación por Divisas:

EUR:	56 %
USD:	17 %
INR:	5 %
CHF:	4 %
MXN:	3 %
ZAR:	3 %
GBP:	3 %
NOK:	2 %
NZD:	2 %
Otros:	5 %

Principales valores:

Johnson:	4,0 %
Roche:	3,8 %
BMW:	3,6 %
Unilever:	3,7 %
Allianz:	3,2 %
Aalberts:	3,1 %
IBM:	3,0 %
BHP:	2,6 %
Diasorin:	2,6 %
Hornbach:	2,1 %

Composición por países:

- renta variable -	
Alemania:	36 %
EE.UU.:	21 %
Países Bajos:	7 %
Suiza:	5 %
Sur Europa:	6 %
UK:	3 %
Noruega:	2 %
Suecia:	2 %
Hongkong:	2 %

Ratio de Sharpe
0,44

Volatilidad 3 años
10,53%

Máxima caída 4 años
25,3%

Informe de mercado - Mayo de 2016

- PIB americano del primer trimestre con revisión al alza del 0,5 % al 0,8%
- Fuerte pronóstico al alza del PIB para el segundo trimestre en EE.UU.
- Componentes del PIB alemán revelan más gasto público y un aumento de la tasa de ahorro
- Confianza de los consumidores en Francia sigue siendo alta
- Exportaciones chinas y tráfico ferroviario en China con continuo declive
- Producción del petróleo en EE.UU. sigue bajando al ritmo de casi 100.000 barriles diarios cada mes

General

El mes de mayo aportó por fin más alegrías a los inversores y se comprobó una vez más que es peligroso actuar según el lema „sell in May and go away“. Sobre todo el DAX se situó por primera vez en este año confortablemente por encima de la marca de 10.000, una marca que el IBEX todavía no ha superado. Entre las razones de la mayor estabilidad de las bolsas es de destacar en primer lugar la fuerte recuperación del precio del petróleo y la ausencia de noticias malas. Ha influido también la espera de la subida de los tipos en EE.UU., porque una posible subida se asociaba con un entorno económico más robusto en EE.UU..

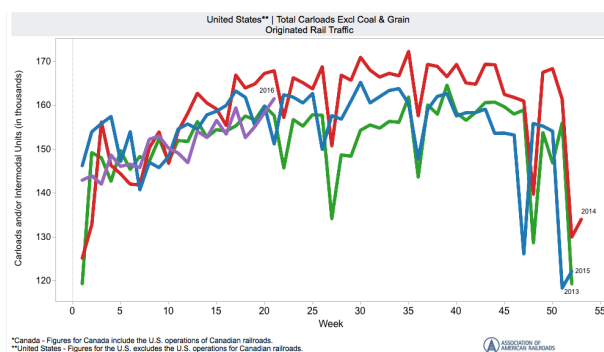
Aparte de las cifras puramente macro-económicas hay que destacar los recientes movimientos acerca de la adquisición de empresas que ponen de relieve que los inversores profesionales no se inquietan ni por el Brexit ni por valoraciones ni por dudas macro-económicas. En los medios la intención de compra de Bayer sobre Monsanto ha llenado las portadas, pero es de mayor trascendencia el constante flujo de la compra de empresas alemanas por parte de empresas chinas. Los chinos invierten no solo en tecnología alta alemana (Kuka, Aixtron) sino buscan también activos estratégicos como el aeropuerto de Frankfurt Hahn (utilizado principalmente por Ryanair), todos ellos anunciados durante las últimas dos semanas.

Sus compras en Alemania subrayan también nuestro enfoque de invertir en este tipo de empresas en Alemania, porque se trata de empresas con un modelo singular de negocio. No obstante, a la hora de invertir debemos seguir criterios más estrictos de valoración que las empresas chinas.

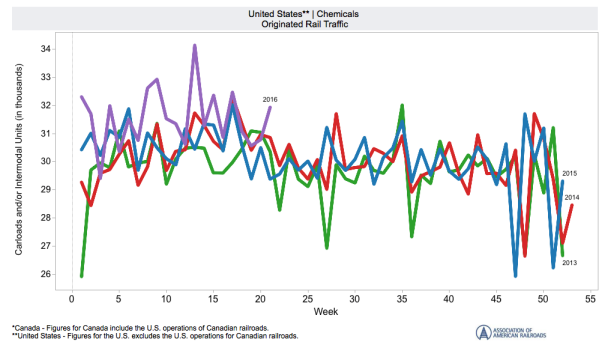
Análisis macro-económico

EE.UU.

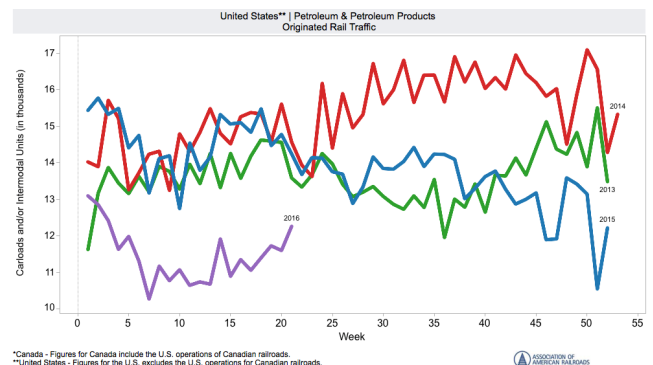
Una serie de datos macro-económicos para abril sugirieron que la economía está saliendo de su bache del primer trimestre (cuyo resultado del PIB se revisó al alza del 0,5 % al 0,8 %). La mejora de muchos datos alcanza muchos sectores, y es de destacar sobre todo la mejora de los sectores clave de la vivienda y del automóvil. Al juzgar por la buena evolución de los datos semanales



del tráfico ferroviario parece que la mejora se está extendiendo también al mes de mayo.

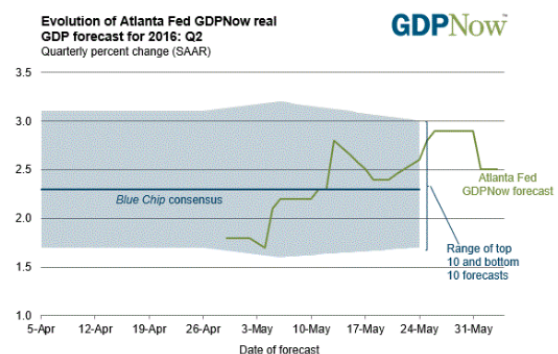


Es interesante observar qué componentes han atribuido a la mejora del tráfico ferroviario y por ello señalamos en los siguientes dos gráficos la evolución de los materiales químicos y de petróleo (la línea violeta corresponde al año 2016 en cada gráfico). Utilizamos los datos del tráfico ferroviario porque este tráfico representa una gran parte de la economía americana y estos datos son disponibles semanalmente.



Los datos de una mejora en abril/mayo son también consistentes con la mejora de otros indicadores como por ejemplo el índice ISM. Se supone que detrás de estas mejoras del sector manufacturero se encuentra la subida de los precios de petróleo cuyos efectos como antes hemos experimentado se trasladan también a otros sectores.

Por último, según el modelo de la Reserva Federal de Atlanta (que cada jueves publica una nueva actualización de su pronóstico del PIB para el trimestre actual) se espera una fuerte recuperación (véase el gráfico abajo que contiene el pronóstico y la opinión del mercado).



No obstante, dado la mejora del entorno económico sorprende la fuerte bajada de la creación de nuevos puestos de trabajo en comparación de los meses anteriores: Se crearon solo 38.000 nuevos puestos y además se han revisado las creaciones de los anteriores meses a la baja. Aun teniendo en cuenta el efecto de una huelga en el sector de telecomunicaciones (que explica 32.000 puestos), esta cifra está muy por debajo de la media de 150.000 nuevos puestos este año. Mientras se explican las bajadas de nuevos puestos en minería y el sector manufacturero por la bajada de los precios energéticos, la bajada en el sector de la construcción es una sorpresa. Precisamente en este sector se creyó el número más grande de nuevos puestos el año pasado y por ello es de pensar que la bajada en mayo no marca un cambio de tendencia. Aparte de la creación de empleo no interesa la evolución de los salarios y es de destacar que los salarios siguen creciendo a un ritmo anual del 2,5 %. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la gente joven que entra en el mercado tiene una remuneración menor que de la gente mayor que sale y así la presión salarial es de hecho mayor que la que indica el informe sobre la evolución de los salarios.

El impacto de una cifra tan pequeña en la creación de nuevos puestos ha sido tal que ahora los analistas dudan que la Reserva Federal suba los tipos ya en junio. Sin embargo, suponiendo que el entorno siga siendo positivo la Reserva Federal puede actuar en julio en vez de junio.

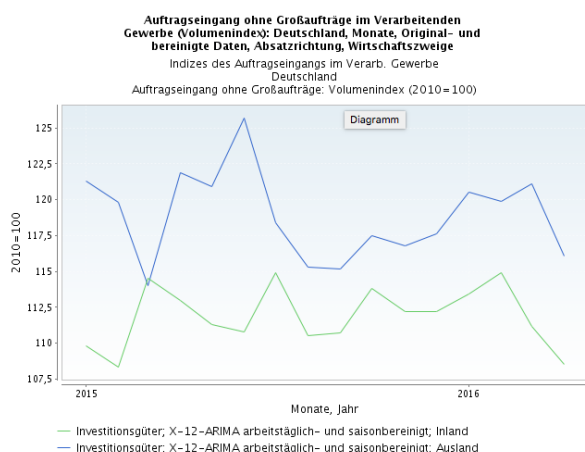
Europa

El comportamiento del crecimiento en Europa se describe mejor como „moderado“ o „mediocre“ porque se espera para el segundo trimestre solo un crecimiento del 0,3 %. Así lo indican los índices PMI y también los varios indicadores nacionales que señalan una expansión generalizada de la actividad total. Mientras el ritmo de incremento se aceleró en Alemania, Francia e Irlanda, se ralentizó en España e Italia. Como en el primer trimestre es el consumo privado el que aporta más al crecimiento, mientras las inversiones sufren un descenso como subraya por ejemplo el fuerte descenso de los pedidos en Alemania (tanto del extranjero como nacional).

A finales de mayo se publicaron los detalles del crecimiento del PIB (la cifra agregada del 0,7 % ya se publicó a finales de abril) en el primer trimestre de 2016 de Alemania. Siendo Alemania la economía más grande de la zona euro nos interesan y el detalle del informe del PIB nos permite un mejor entendimiento de las fuentes del crecimiento. En primer lugar resalta que la tasa de ahorro subió del 8,4 % en el Q4 2015 al 13,1 % en el Q1 2016. Se confirma así mi sospecha de que los alemanes no gastaron enteramente la bonanza recibida por la bajada de los precios energéticos. El afán del ahorro explica también que a pesar del incremento de los empleados en Alemania de 533.000 personas (es decir un 1,33 %) el consumo privado ha resultado solo en un incremento del 1,8 % en tasa interanual. El informe revela también que el consumo del estado ha subido un 2,7 % y contribuyó un 0,1 % al crecimiento (es decir la mitad del consumo privado!) al total del 0,7 % que en su mayor parte proviene de los gastos en concepto de los refugiados. Las inversiones en bienes de equipo contribuyeron con el 0,1 %, mientras las inversiones del sector de construcción contribuyeron dos veces más (el 0,2 %) y el sector exterior aportó por tercer trimestre seguido un crecimiento negativo.

En resumen, Alemania no desempeña ningún papel de locomotora en Europa y las causas las encontramos tanto en el ahorro de la población, como el reacio a invertir de los empresarios y el débil sector exterior. El incremento del ahorro es significativo y creo que se explica por los tipos negativos, porque ante la falta de un rendimiento mayor la población decide de aumentar su ahorro.

Es interesante observar que en Francia observamos un consumo privado más fuerte que en Alemania y su contribución al crecimiento del PIB ha sido también mucho mayor. En Francia lastran el crecimiento el sector de la construcción (al contrario de Alemania) y el sector exterior. No obstante, los hogares se encuentran con buenas perspectivas y en mayo la confianza de los hogares ha subido de forma significativa (véase el gráfico abajo de la publicación de Insee que muestra el índice de confianza).



Données CVS, indicateur normalisé de moyenne 100 et d'écart-type 10



En resumen, el conjunto de los datos de las cuatro economías grandes de Europa (Alemania, Francia, Italia y España) no ofrece ni mucha alegría ni tampoco justifica razones para otra crisis.

China

La economía china no ha presentado en mayo grandes sorpresas. Los índices PMI que muchas veces dominan las noticias este mes (es decir el 1 de junio) han recibido

pocos comentarios ya que se encuentran en la zona alrededor del 50. El índice PMI de los servicios sufrió una pequeña bajada del 53,5 al 53,1 y tampoco dio razón para mayores preocupaciones. Las ventas minoristas siguen creciendo a un ritmo por encima del 10 % y las subidas de los precios de la vivienda se extienden de cada vez a más ciudades (suben en 65 ciudades de las 70 que cubre el informe mensual de la oficina de estadística de China). Las exportaciones siguen en declive (acumulando una disminución del 7,6 %), pero el mercado se ha acostumbrado a estos descensos y no preocupan mientras el valor del Renminbi no varíe demasiado y la fuga de capitales no vuelva a aumentar. Posiblemente observamos en los siguientes meses incluso una mejora si algunos mercados emergentes renuevan sus compras después de la recuperación del petróleo.

En todo caso, precisamente por la debilidad de las exportaciones tampoco podemos hablar de un entorno muy satisfactorio. Además, el crecimiento se está con

producción va cayendo al ritmo de casi 100.000 barriles cada mes, llegando ya a tan solo 8,7 millones (lejos ya del máximo de 9,6 millones alcanzado hace casi exactamente un año). La bajada durante las últimas semanas es especialmente significativa porque se ha producido ante el fondo de una fuerte subida de los precios y así parece que el fracking incluso a precios alrededor de los 50 \$ encuentra problemas para mantener la producción (influyen quizá también problemas de financiación). En todo caso, los costes de producción van cayendo y en algún momento permitirán volver a producir.

Incluso Goldman Sachs ha reconocido que ya no esperan los precios ultra-bajos de los que hablaron a principios de año y cree que en el mercado ya se ha alcanzado un equilibrio entre demanda y oferta! Se confirma una vez más que es inútil seguir los pronósticos sobre los precios publicados por los bancos. Desde el principio agencias como por ejemplo la U.S. Energy Information Administration han presentado pronósticos más serios, pero los medios de comunicación han preferido siempre mencionar en sus portadas los pronósticos más llamativos.

Mineral de hierro

Igual que los precios del petróleo han subido también los precios de otras materias primas, entre ellos el mineral de hierro. En este contexto merece destacar que la importación de China ha vuelto a crecer, probablemente coincidiendo con los planes de estímulo de la economía china.

Estrategía de la cartera

El mes pasado comentamos en detalle la estrategia del fondo. Como no solemos cambiar la estrategia a menudo referimos el lector a los comentarios del informe de abril. Hoy solo comentar que no hicimos ningún cambio en la cartera en el mes de mayo. Creemos que la cartera de renta variable ofrece un buen equilibrio tanto en cuanto a países, sectores y tamaño de empresa (capitalización bursátil).

Evolución del fondo

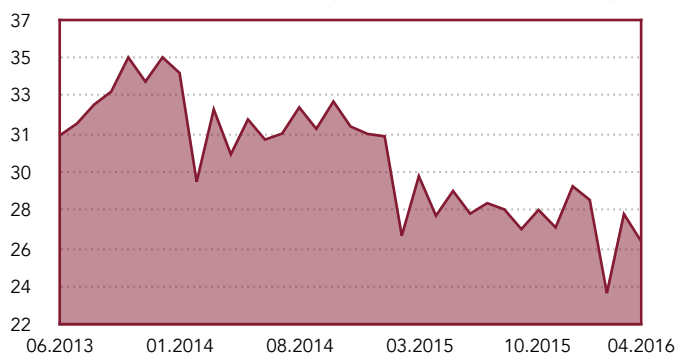
En el mes de mayo el fondo experimentó una subida total del +1,8%. Este buen resultado se ha conseguido no solamente por el alza generalizado de las bolsas, sino también porque seis valores en la cartera han alcanzado máximos históricos en su cotización (Kuka, Sartorius, Brembo, Isra Vision, Corticeira Amorin, Johnson & Johnson).

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva) Corticeira Amorin (+0,3%), Monsanto (+0,25%), Roche (+0,2%) y Sartorius (+0,2%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron BHP(-0,29%), BMW (-0,25%) , Yara (-0,15%) y Allianz (-0,1%).

La mayor aportación positiva por divisas la proporcionó el dólar con un +0,5% (tras una subida con respecto al

Tráfico ferroviario en China (en 10 millones de toneladas)



Fuente: Bureau of Statistics of China

siguiendo en parte a costa de un aumento del crédito. Otro dato que subraya la desaceleración es el tráfico ferroviario en China. Como muestra el gráfico anterior, observamos desde hace ya tres años un continuo descenso.

Materias primas

Petróleo

Los precios del petróleo se mueven cada vez más en función de los datos semanales sobre los inventarios y la producción en EE.UU.. Estos datos confirman que la

euro del +2,9%) y la mayor aportación negativa la proporcionó el rand sudafricano con un -0,2%.

Perspectivas

El entorno económico no presenta muchas sorpresas y ante los buenos datos empresariales de muchas empresas y tipos ultra-bajos las bolsas tienen potencial para seguir su rumbo alcista. No obstante, en junio los mercados se enfrentan con varios desafíos a la vez: Preocupa sobre todo la posibilidad del „Brexit“, y en mucho menor grado las elecciones en España. La Reserva Federal probablemente no suba los tipos en junio y si lo hace en julio será a raíz de mejores datos económicos (y pasado el riesgo del „Brexit“). De ser así los mercados asumirían sin problema una subida de los tipos, aunque existe el riesgo de que la Fed como menciona en su comunicado aplique varias subidas más (un riesgo remoto, en el entorno actual de la economía americana).

Hacer una apuesta sobre el Brexit es prematuro porque el número de indecisos es todavía muy alto y por ello cualquier resultado es posible. Si realmente ocurre el Brexit va a haber disturbios inicialmente en las bolsas, pero el resultado final puede cambiar si el Reino Unido negocia con la UE posiblemente acuerdos que no afectan tanto al comercio.

La estabilidad del precio del crudo aporta a las bolsas también más estabilidad porque la subida sugiere también un entorno económico mundial más estable.

Notamos que el Banco Mundial ha disminuido su pronóstico del crecimiento mundial considerablemente del 2,9% al 2,4%. El Banco basa su cambio sobre todo debido al bajo precio del petróleo y de las materias primas, pero precisamente los precios de las materias primas se han recuperado fuertemente en los últimos meses. Por ello no damos demasiado importancia a este cambio. Es más, el Banco Mundial suele cambiar sus perspectivas a menudo y no siempre aciertan porque cuando se publican los informes a veces estos están basados en datos obsoletos.

Por último, es de destacar que a pesar de la bajada de muchos índices bursátiles este año (que se encuentran todavía en terreno negativo), un gran número de empresas han conseguido un máximo histórico en su cotización. Este comportamiento pone de relieve una vez más que la inversión en buenas empresas resulta en un rendimiento positivo incluso en tiempos difíciles, y por tanto es más por ahora más rentable que muchos productos renta fija o productos garantizados.

Bad Homburg, 8 de junio de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH