

Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

51 Valores de Renta Variable:	62 %
27 Valores de Renta Fija:	30 %
Liquidez:	8 %



Rentabilidad desde 6/2011  
**+37%**

Rentabilidad media 3a  
**+4,89%**

Diversificación por Divisas:

EUR:	46 %
USD:	26 %
INR:	6 %
CHF:	4 %
MXN:	3 %
ZAR:	3 %
GBP:	3 %
NOK:	2 %
NZD:	2 %
Otros:	5 %

Principales valores:

Johnson:	4,4 %
Roche:	3,9 %
Unilever:	3 %
BHP:	2,8 %
BMW:	2,6 %
IBM:	2,6 %
Aalberts:	2,4 %
Allianz:	2,2 %
Fuchs Petrolub:	1,7 %
MTU:	1,7 %

Composición por países:

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

Ratio de Sharpe  
**0,51**

Volatilidad 3 años  
**10,64%**

Máxima caída 4 años  
**25,3%**

## Informe de mercado - Junio de 2016

- Continuación del alza de precios de las viviendas en China
- Ventas minoristas con alza del 10 %, en línea con los meses anteriores
- Índice manufacturero ISM en EE.UU. con incremento cuarto mes consecutivo
- Confianza de los consumidores en EE.UU. con pequeño bache
- Índice Ifo en Alemania estable a pesar de la incertidumbre del referéndum en el Reino Unido
- Recuperación del sector de construcción en Francia
- Producción del petróleo en EE.UU. sigue bajando a pesar del alza de precios

## General

Con el Brexit realidad por fin se acabó la incertidumbre que tanto los mercados odian, ¿o acaso empieza ahora una ronda de incertidumbre? Este no es el lugar para grandes comentarios sobre el Brexit, pero dado la importancia para los mercados financieros no podemos pasar por alto un hecho relevante que choca. Choca no por el resultado del referéndum, sino choca porque la sociedad inglesa considera legítimo que por unos pocos miles de votos el gobierno tire por la borda un proyecto de tanta envergadura como la pertenencia a la UE. ¿Harían lo mismo si se tratara de la pertenencia a la OTAN? ¿Que hubiera pasado si los partidarios del Brexit hubieran conseguido solo un 50,001% de los votos? ¿O el 50,1 %? ¿Cuántos miles o millones de votos más se necesitan para que un referéndum se puede considerar legítimo? Todo el proceso de cara al referéndum, incluyendo el posible efecto sobre Irlanda del Norte y Escocia, solo se puede describir con la palabra alemana „nicht durchdacht“ (que se traduce aproximadamente como „sin meditar“) y que es la palabra más adecuada para describir la irresponsable actuación de los políticos ingleses!

En Alemania no tenemos la costumbre de referéndums al estilo inglés o suizo, pero al menos en el parlamento se necesitan para decisiones de gran envergadura más de dos tercios de los votos. Dada esta sombra sobre la legitimidad del referéndum es posible que el parlamento no vote en favor del Brexit. Y dada esta incertidumbre los mercados financieros mantendrán un alto nivel de volatilidad.

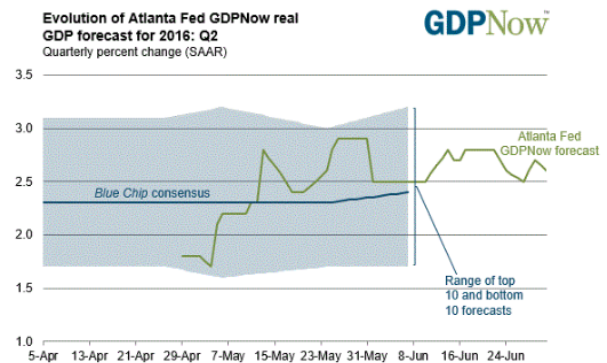
Al final, las consecuencias para la economía global se limitarán en el corto plazo a los efectos inmediatos de una economía inglesa más débil y la menor demanda que resulta de la merma de la demanda inglesa para el resto de mundo. La contrapartida es el posible fortalecimiento del dólar que fomentará las exportaciones europeas. No obstante, el peso de la economía británica no es tan grande para justificar caídas prolongadas en las bolsas, más allá de los niveles actuales porque el resto de los mercados se encuentra en una situación más equilibrada después de la subida de las materias primas y la pausa de la Fed en subir los tipos.

## Análisis macro-económico

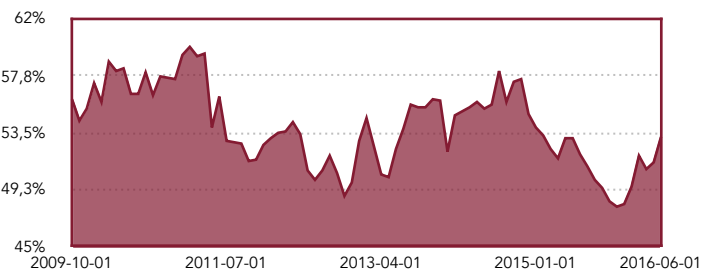
### EE.UU.

Al margen del Brexit nos interesa sobre todo la marcha de la economía americana. Aunque EE.UU. tiene lazos estrechos con Inglaterra sabemos por el análisis del PIB americano que el sector exterior aporta poco al crecimiento. Después del bache del primer trimestre la economía americana se está recuperando como muestra también el más reciente pronóstico de la Reserva Federal de Atlanta. Conocido bajo el nombre de „GDPNow“ la Reserva Federal de Atlanta publica cada miércoles un nuevo pronóstico del PIB del trimestre actual que va

actualizando en la medida que salen nuevos indicadores económicos. Como apreciamos en el gráfico abajo se espera un crecimiento anualizado de alrededor del 2,6 %, es decir una cifra confortable que no sugiere nuevos sustos.



La mejora del índice ISM publicada la semana pasada (que mide la confianza de los empresarios) confirma que incluso el sector manufacturero se encuentra en una situación algo más confortable.



¿Como se explica este entorno relativamente satisfactorio (al menos cuando se compara con Europa) y es sostenible este ritmo de crecimiento?

Al contrario de Europa, América goza de un crecimiento de su población. Los economistas saben que el factor humano es junto con el capital y la tecnología el tercer factor de producción que explica el crecimiento de la actividad económica de un país. Como señalé en algunos de mis informes anteriores la población estadounidense crece cada año alrededor de dos millones de habitantes. Se trata tanto de inmigrantes y recién nacidos que conjuntamente explican parte de la demanda nacional. Sobre todo los sectores clave de la vivienda y del automóvil se benefician del factor demográfico. Aunque recientemente ha habido una cierta desacelera-

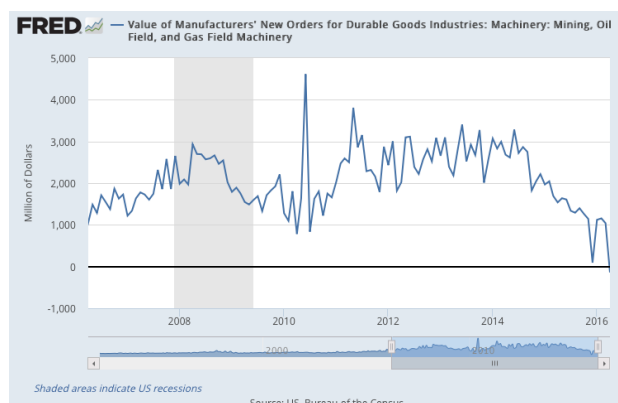


ción tanto en ambos sectores, la tendencia sigue siendo al alza. No extraña si los americanos en tiempos de más incertidumbre aplazan sus decisiones, pero al final el empuje de la población, la fortaleza del mercado laboral y los tipos bajos suponen incentivos para mantener el ritmo de crecimiento.

En otros sectores del consumo se observa igualmente una desaceleración y la reciente bajada de la confianza de los consumidores de Michigan confirma esta cautela (véase el gráfico abajo). No obstante, se espera que el consumo privado crezca al ritmo del 2,5 % y así este sector aporte gran parte al crecimiento económico.



El sector que más había sufrido durante los últimos trimestres ha sido el sector de las inversiones. El descenso se debe en gran parte a la bajada del precio del crudo. Con la reciente subida fuerte de los precios del petróleo, ¿podemos esperar una recuperación del sector? Creo que es prematuro esta esperanza, porque la producción de petróleo sigue cayendo y por lo tanto quita cualquier necesidad de invertir en este sector. Los pedidos de material del sector minero confirman esta evaluación.



## Europa

Hasta la noticia del Brexit los datos en Europa mostraron cierto optimismo. En Alemania por ejemplo el IFO subió y en Francia el índice de los consumidores publicado por Insee se encuentra cerca de su máximo desde octubre de 2007. Un cambio de tendencia se observa sobre todo en el sector de la construcción en Francia.

La construcción sufrió durante dos años consecutivos un descenso pero ahora por primera vez aumenta la construcción. La mejora de la venta de los pisos confirma

esta tendencia (destaca, sin embargo, un fuerte descenso en mayo después del fuerte incremento de los meses anteriores).

Con la realidad del Brexit (si realmente sucede ...), la cuestión es cómo una salida de Gran Britannia puede afectar al crecimiento de la zona euro. En general se espera una disminución del crecimiento, en Alemania por ejemplo alrededor de medio punto menos que sin el Brexit. No obstante, al no saber la salida final estas previsiones pueden sufrir muchos cambios. Quizá el resultado más tangible son las relaciones comerciales entre Alemania y el Reino Unido. Destaca que un tercio de las exportaciones hacia el Reino Unido se componen de automóviles y accesorios, seguido de maquinaria que solo asciende al 9 %. Sabiendo que el Reino Unido explica el 4,9 % (2015) del total de las exportaciones de Alemania, se entiende que un deterioro de la demanda final en Inglaterra tendrá un impacto sobre el crecimiento en Alemania (sin contar los efectos positivos si el dólar vuelve a subir por la incertidumbre en la UE).

Para el Reino Unido el efecto inmediato será una disminución de la inversión por la incertidumbre del marco legal de las futuras relaciones con la UE. Más adelante el consumo se verá afectado si las empresas cortan sus inversiones. Quizá la mayor incertidumbre resulta del enorme déficit por cuenta corriente que asciende al 7 % del PIB. Hasta ahora la financiación de este déficit ha sido posible por la entrada de capital extranjero, pero con Inglaterra fuera de la UE será más difícil atraer capital. Por ello es probable que la libra esterlina continúe su descenso porque de otra manera no será posible financiar el déficit. El Reino Unido ha sido siempre capaz a atraer capital extranjero precisamente por su sistema legal estable y seguro. Con la incipiente incertidumbre cae así uno de los pilares del atractivo del Reino Unido. Y estas deliberaciones son independientes de otros temas como la reacción de la banca en Londres y una posible salida del Reino Unido de Escocia. En todo caso, si ocurre uno de los dos escenarios posibles - exit del Brexit o acuerdos comerciales parecidos a Noruega - las consecuencias no van a ser tan malas para la economía global, mientras que en las otras regiones se mantenga una dinámica positiva.

## China

El mes pasado ha habido pocos datos de gran importancia en China y los que han salido confirman que la economía china sigue creciendo al ritmo esperado por el gobierno. Es decir, el sector manufacturero va perdiendo vigor como subraya la cifra algo más débil del índice PMI que se publicó este viernes pasado. Por otro lado, el consumo y los servicios siguen empujando el crecimiento. El gobierno en su XIII plan quinquenal promueve los servicios, con énfasis en los servicios de calidad. El incremento de los salarios y por lo tanto el auge de la clase media supone cada vez más un alza del turismo y otro tipo de servicios. Aumenta el gasto por servicios también por el crecimiento de la urbanización. En Bei-

jing, por ejemplo, los servicios subieron al 10,5 % en 2015, 3,2 puntos por encima del gasto de materias primas.

Por sectores destaca que los precios de la vivienda suben otro mes fuertemente y ya se habla de una burbuja. En Beijing y Shanghai, por ejemplo, han subido un 20 % y 28 %, respectivamente el año pasado. No obstante, en ciudades de segunda importancia (llamados „second tier“), no se observa esta dinámica. En los grandes núcleos urbanos Chongqing y Kunmin, por ejemplo, han subido solo un 3,5 % y 0 %, respectivamente. No obstante, en el interior del país el crecimiento del PIB es mayor al de la media y en Chongqing por ejemplo observamos un crecimiento del PIB por encima del 10 % desde hace ya varios trimestres.

## Petróleo

Los precios del petróleo se siguen beneficiando de la continuada caída de la producción americana y la fuerte demanda de gasolina en EE.UU. que resulta en esta época (la llamada „summer driving season“) que reduce los inventarios de petróleo en EE.UU..

Los cierres de plantas de producción en Algeria ayudaron también en mantener los precios. Cabe subrayar que la caída de producción americana se produce aún habiendo una subida de los precios y eso indica que los productores americanos necesitan todavía precios más altos para volver a aumentar su producción. De importancia es también la notable subida de la importación del crudo en China.

## Estrategía de la cartera

De cara al referéndum en el Reino Unido el reto ha sido de qué forma posicionar la cartera ante un evento que era imposible de predecir. Se trataba por un lado de evitar una gran caída en la cartera en el caso del Brexit, y por otro lado de no perder oportunidades en el caso de que el referéndum no tuviera éxito (por eso descartamos desde el principio grandes movimientos o la utilización de derivados que hubieran producido un alto coste). Optamos al final por mantener una posición más prudente en cuanto a la exposición a la renta variable (bajando la RV desde el 70 % al 60 %) y de aumentar el peso de bonos del tesoro americano para beneficiarnos de una posible inestabilidad del euro.

El día después del referéndum aprovechamos los precios más bajos de algunos títulos y aumentamos la exposición a la renta variable en 2 puntos.

## Evolución del fondo

El mes de junio el fondo acusó dos pronunciadas caídas acompañadas de dos recuperaciones sobre todo consecuencia de las especulaciones y la gran incertidumbre creada antes y después del referéndum británico.

En total en junio el fondo experimentó una leve subida del +0,58%. El aumento de la posición en dólares y la reducción de la cuota de renta variable realizada antes

del referéndum sumado a la diversificación que presenta el fondo con monedas extranjeras amortiguó considerablemente la caída el 24 de junio al -1,7% (el Dax un -6,8% y el IBEX un -12,3%)

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva) Johnson & Johnson (+0,33%), BHP (+0,19%) pese a la fuerte devaluación de la libra, Symrise (+0,12%) y Unilever (+0,11%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron Aalberts (-0,35%), Allianz (-0,32%), BMW (-0,26%) y Elring Klinger (-0,21%).

Como comentamos anteriormente el sector del automóvil y proveedores como Elring Klinger (-17%) y Leoni (-16%) fueron los más castigados.

La aportación total asociada al cambio por divisas fue de aproximadamente el +0,5%. La moneda que más aportó fue el Rand sudafricano con un +0,21% seguido del dólar neozelandés con un +0,12%. La mayor aportación negativa por divisas fue la libra esterlina con un -0,24%.

## Perspectivas

Dejando al lado el Brexit, el entorno económico mundial no presenta tantos quebraderos de cabeza como puede sugerir la evolución de las bolsas este año. Hay incluso movimientos positivos en una región donde no lo esperábamos: Latinoamérica. Mejora el entorno político en Argentina y Perú y después de un posible acuerdo de paz en Colombia este país presenta también un panorama más favorable. El proceso de una política económica menos populista y más sensata es duro, pero quizá la recuperación de las materias primas aporta un elemento estabilizador para ayudar este proceso.

Los indicadores en Europa pre-Brexit han sido positivos, si tomamos como referencia por ejemplo el Ifo alemán y la venta de coches. La fuerte y rápida recuperación de las bolsas después del Brexit subraya que a pesar de las turbulencias y incertidumbres hay una gran serie de empresas que gozan de un modelo de negocio singular y cuyas ventas no se verán afectadas por las incertidumbres. En este sentido destaca que aquellas empresas han alcanzado un máximo histórico o están cerca de ello incluso teniendo en cuenta las turbulencias bursátiles recientes. Es precisamente la buena marcha de estas empresas que nos da confianza que mantener una parte sustancial de la cartera en renta variable es la mejor forma para incrementar el patrimonio. Más aún cuando la renta fija ofrece rendimientos negativos en casi todos los plazos (incluso los bonos con vencimiento en 50 años en Suiza cotizan a un rendimiento negativo!) y cuando la bolsa europea no está sobre-valorada.

Bad Homburg, 5 de julio de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH