

Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

51 Valores de Renta Variable:	54 %
30 Valores de Renta Fija:	28 %
Liquidez:	18 %



Rentabilidad desde 6/2011  
**+47%**

Rentabilidad media 3a  
**+5,02%**

Diversificación por Divisas:

EUR:	53 %
USD:	17 %
INR:	8 %
ZAR:	4 %
CHF:	3 %
MXN:	3 %
AUD:	2 %
RUB:	3 %
IDR:	3 %
Otros:	4 %

Principales valores:

Roche:	2,4 %
Allianz:	2,0 %
Unilever:	1,9 %
Aalberts:	1,9 %
Recordati:	1,8 %
BASF:	1,7 %
MTU:	1,7 %
J&J:	1,7 %
Henkel:	1,7 %
Fuchs Petrolub:	1,6 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	23 %
EE.UU.:	15 %
Sur Europa:	5 %
Suiza:	3 %
Países Bajos:	4 %
Japan:	1 %
Noruega:	1 %
Hong Kong:	1 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe  
**0,52**

Volatilidad 3 años  
**9,68%**

Máxima caída 4 años  
**25,3%**

## Informe de mercado - Diciembre de 2016

- Desaceleración del crecimiento de los sectores clave (vivienda y coches) en EE.UU.
- Fuerte aumento de la confianza del consumidor en EE.UU.
- Fuerte incremento del índice ISM en EE.UU.
- Tipos hipotecarios en EE.UU. con nuevo alza
- Los PMIs (manufacturero y de servicios) en China mantienen su alza
- El leve descenso de los precios en el mercado inmobiliario en China continua
- PMIs en Europa con alza, mejora sobre todo en Francia y Italia (incluyendo la confianza del consumidor)

## General

El año que acaba de terminar ha sido un buen año para los inversores, al menos al juzgar por una comparación de los índices a principios y finales de año. No obstante, no creo que la mayoría de los inversores ha sido muy contento con el comportamiento de las bolsas porque durante gran parte del año las bolsas se quedaron en territorio negativo (salvo las bolsas americanas). Además, ha habido una serie de eventos y riesgos que probablemente han apartado a muchos inversores de las bolsas porque no querían tolerar la alta volatilidad y la incertidumbre. Prueba de ello es el éxito de muchos productos „garantizados“ que al final solo garantizan un retorno muy bajo.

Al final, el inversor en las bolsas debe mantener no solamente una visión a medio/largo plazo. Una cartera de activos en el que el inversor participa en la actividad productiva de la sociedad, a largo plazo siempre rinde más que por ejemplo un depósito a plazo, porque el inversor pide una prima de riesgo. Este riesgo proviene precisamente de la actividad productiva y de la volatilidad del mercado (cuando se trata de un activo cotizable). Es precisamente la prima de riesgo que hay que tener en cuenta al valorar las perspectivas de las bolsas. En tiempos de mayor incertidumbre las primas son más elevadas (recibimos por ejemplo un rendimiento por dividendo más alto) y la pregunta es hasta qué grado el rendimiento compensa el riesgo.

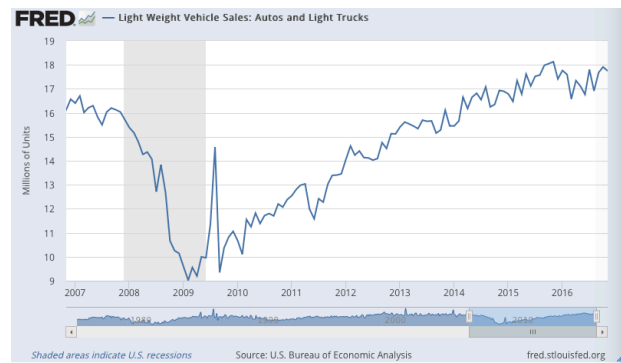
El año pasado ha sido difícil no solamente por la volatilidad en los primeros meses y el gran número de eventos de incertidumbre, sino también por el comportamiento de los sectores. A principios del 2016 pocos inversores iban a pensar que precisamente los sectores de energía y finanzas en el S&P 500 saldrían como ganadores en cuanto al rendimiento. Los sectores más estables de consumo y salud, por otra parte se quedaron en la cola. El desfase entre los distintos sectores asciende a más del 20 % y sugiere que es arriesgado olvidarse de un sector completamente, por muy seguro que el inversor sea de su pronóstico de las perspectivas del sector. La historia de los sectores no termina aquí, porque dentro de los distintos sectores principales observamos igualmente un gran desfase de rendimientos en los llamados sub-sectores. Es preciso observar el comportamiento de cada uno de los sub-sectores para realmente entender cuáles son las fuerzas que mueven los mercados (aparte de las empresas). Todo este análisis se sobrepone con el análisis macroeconómico de que se habla en este texto. Los eventos a principios del año 2016, cuando muchos analistas pensaban erróneamente en una recesión en EE.UU. y un aterrizaje duro en China, ponen en evidencia que la selección de valores debe ser acompañada por un conocimiento profundo de las tendencias macro.

## Análisis macro-económico

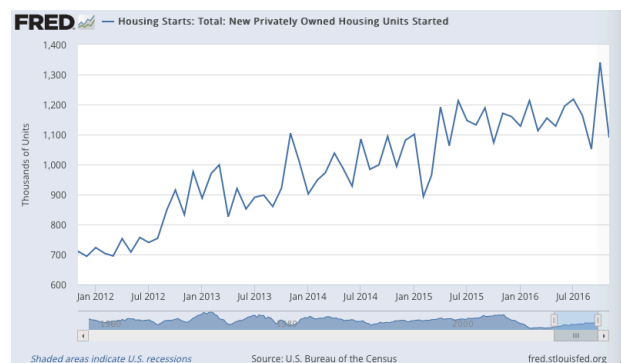
### EE.UU.

La revisión del PIB al alza confirma que la economía mantiene su vigor, impulsado sobre todo por el consumo fuerte. No obstante, al menos hasta la nueva política

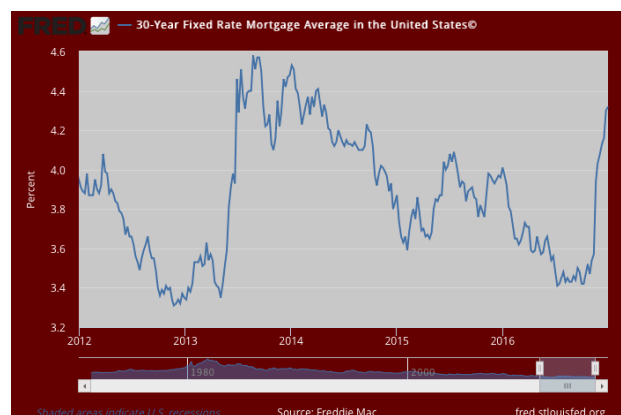
de Trump se aclare, se observan también dotes de debilidad en los sectores claves del automóvil (véase el gráfico abajo) y de la vivienda.



En el sector de la vivienda se observa igualmente una estancación y esta debilidad (véase el gráfico abajo) se verá más fuerte en la medida que suban los tipos hipotecarios.



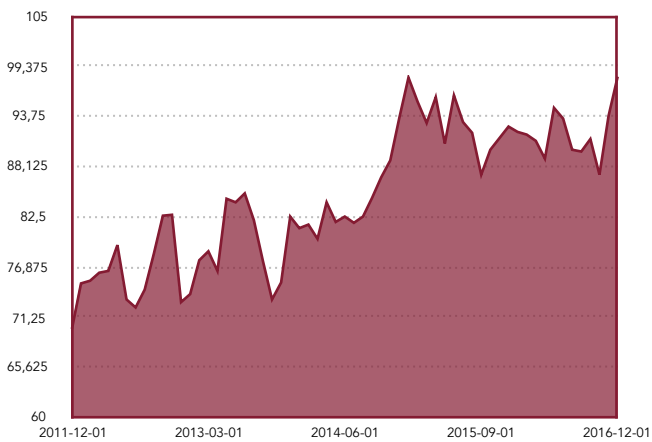
De hecho, los tipos a largo plazo ya han experimentado una subida muy fuerte después de las elecciones americanas. Tradicionalmente el alza de tipos afecta directamente a la construcción de nuevas viviendas. Creo, sin embargo, que cualquier debilidad que proviene de estos sectores no cambia el rumbo de la economía porque el consumo privado sigue siendo la mayor fuerza. En



parte el vigor del consumo proviene de la subida de los precios en el mercado inmobiliario que hacen sentir a los americanos más ricos, una evolución que directamente motiva el gasto del hogar.

No cabe duda que los americanos se sientan con ánimo para mantener los gastos de consumo y prueba de ello es la subida fuerte de la confianza del consumidor como muestra el gráfico siguiente.

Índice de la confianza del consumidor (Universidad de Michigan)

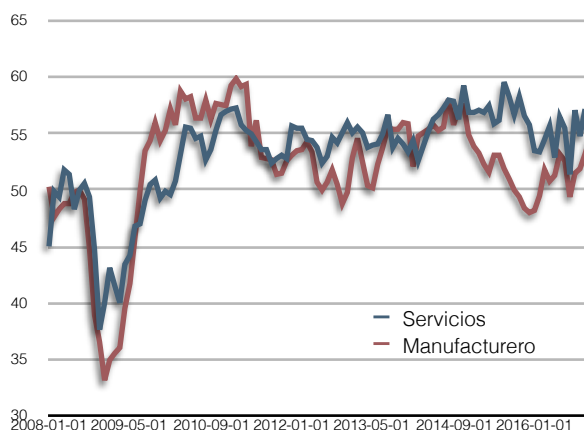


Otro dato que confirma el buen ánimo del consumidor es la bajada de la tasa de ahorro que ya desde hace varios meses está bajando (véase el gráfico abajo).



Incluso el sector manufacturero se siente más fuerte como confirma el alza muy fuerte del índice NAPM (este índice solía mover los mercados en tiempos anteriores pero con el cambio de la estructura de la economía ha perdido algo de importancia).

Índice NAPM (manufacturero y de servicios)



A esta fuerza se añadirán los programas en el área de infraestructura que el nuevo gobierno lanzará. No obstante, si los tipos siguen subiendo la economía puede sufrir un descenso del vigor y con ello es posible que la Reserva Federal no suba los tipos tantas veces como ahora el mercado anticipa.

Los mercados están atentos para evaluar el programa del nuevo presidente después de su inauguración el 20 de enero. Probablemente veremos la esperada inversión en infraestructura, pero hay que evaluar también su política en materia del sector de la salud y de energía, igual que sus ideas para mantener el liderazgo en el sector tecnológico.

## Europa

El estado de la economía europea sigue con un desfase entre los distintos países de la zona euro. No obstante, juzgando por el índice PMI manufacturero publicado el 2 de enero, el sector manufacturero se encuentra en un momento muy sólido en casi toda la zona euro. Gran parte de la recuperación de la demanda se debe naturalmente a la depreciación del euro que resulta en exportaciones más competitivas a la vez que muchas economías globales mantienen un crecimiento moderado. Por otro lado, el alza de los precios mundiales de muchas materias primas no afectó al consumo de forma negativa. Por países, hay que destacar las siguientes tendencias:

### Alemania

**Alemania** como país exportador se encuentra en la vanguardia de los países que más se benefician de la debilidad del euro. No obstante, el optimismo de los exportadores en Alemania de ningún modo es exorbitante. Sobre todo el sector automovilístico se muestra más cauteloso, mientras la industria química se siente más optimista.

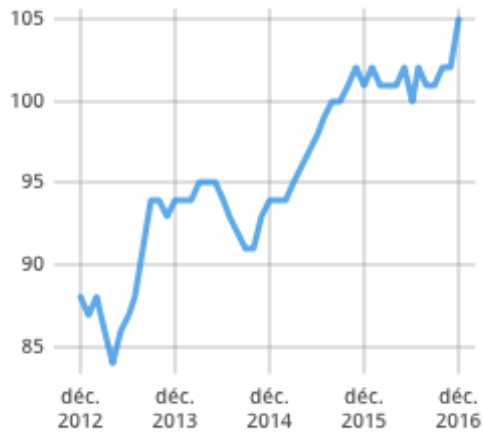
Igual que en EE.UU. en Alemania el consumo privado es la fuente principal del crecimiento. Como señalé en mis informes anteriores, el consumo se beneficia a la vez de toda una serie de tendencias: El auge de los salarios y pensiones reales y el incremento de la población igual que el incremento de los asalariados. El número de los empleados creció en 2016 unos 425.000, es decir el 1 % del total. En 2017 sube también el salario mínimo y varias transferencias de forma que el poder adquisitivo sube para varias capas de la sociedad. Otro sector fuerte es el sector de la construcción. No obstante, el eslabón débil sigue siendo la inversión en bienes de equipo, que en resumidas cuentas constituye el eje fundamental para el consumo futuro.

Cuando observamos la economía alemana, merece la pena analizar también uno de sus vecinos más pequeños que forma parte de uno de los cinco más importantes destinatarios para las exportaciones de Alemania: Se trata de **Países Bajos**. En los Países Bajos esperamos este año un crecimiento del PIB del 2,1%, es decir muy por encima de Alemania. Otros indicadores muestran igualmente una mejor tendencia que Alemania.

## Climat des affaires

décembre 2016 : 105

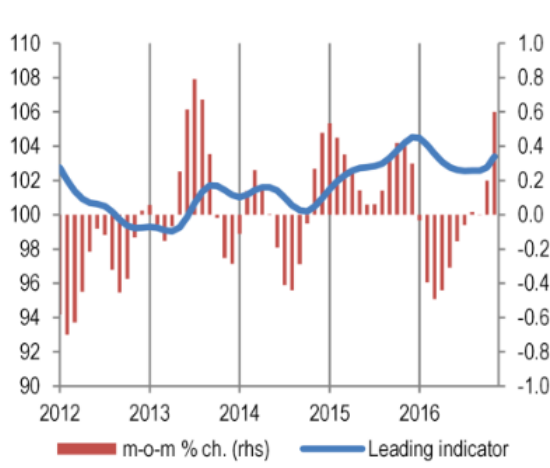
moyenne de longue période=100



Aunque **Francia** destaca por su incapacidad de reformar el mercado laboral (los franceses gozan de salarios más elevados que los alemanes así que de una semana laboral más corta; dos factores que ciertamente no incrementan la competitividad exportadora), los empresarios se sienten más optimistas recientemente y el índice INSEE ha aumentado de forma significativa los últimos meses (véase el gráfico arriba de Insee que muestra esta evolución). El desfase entre los salarios en Francia y Alemania queda patente al comparar los salarios mínimos: En 2016 el salario mínimo (Smic) en Francia ascendía a 9,67 Euros mientras en Alemania ascendía a 8,50 Euros (incrementado en 2017 a 8,84 Euros).

La agencia Markit espera un crecimiento del PIB en el último trimestre del 2016 del 0,3 %, según la evolución de los índices PMI publicados por Markit. Aun así, sobre el país pesan los altos costes laborales igual que el alto nivel de deuda que ascienda al 97 % del PIB.

A pesar de la incertidumbre política en **Italia** el sector manufacturero y la confianza de los consumidores muestra un desarrollo positivo. El gráfico abajo de la agencia



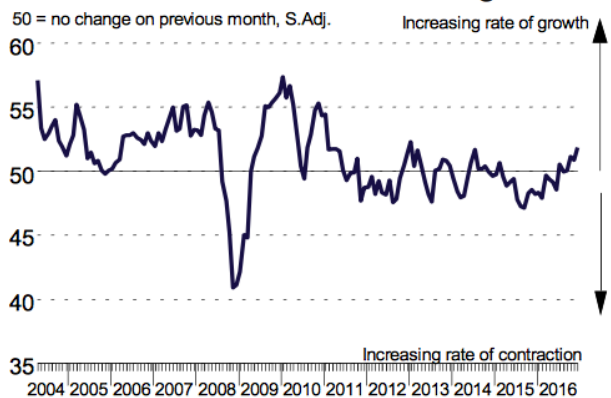
Source: Istat

estadística de Italia Istat ilustra esta evolución. Es un comportamiento muy similar como en Francia y probablemente se debe en gran parte también a la debilidad del euro. No obstante, la subida del índice se debe en parte también a una mejora de los pedidos y esta evolución es en línea con el PIM publicado por Markit. En cuanto a la confianza de los consumidores queda por ver si esta mejora se traslada realmente en un aumento de las compras.

## China

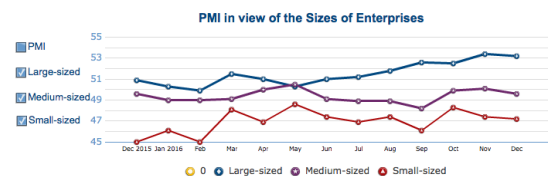
En China los indicadores PMI del gobierno y de Caixin/Markit atraen cada mes a principios del mes la atención de los inversores. Se publican siempre dos índices - el manufacturero y el índice de servicios. Merece destacar que el índice de Caixin/Markit experimentó una subida significativa (véase el gráfico abajo) y Markit en su publicado comenta que se observó una mejora en todos los sectores y que la inflación también aceleró.

### Caixin China General Manufacturing PMI



Sources: IHS Markit, Caixin.

El índice PMI oficial de la China Federation of Logistics and Purchasing (CFLP) ha descendido levemente el mes pasado. Como muestra el gráfico las empresas grandes muestran un comportamiento mejor que las medianas y pequeñas empresas.



Es importante notar que el buen estado de la economía se produce ante el fondo de un descenso de la actividad inmobiliaria ya que los precios de la vivienda por fin han empezado un leve descenso. En materia de consumo observamos incrementos mensuales por encima del 10 %. El auge del consumo se debe en parte al menos a los incrementos de la renta disponible que en términos reales sube por encima del 6 %.

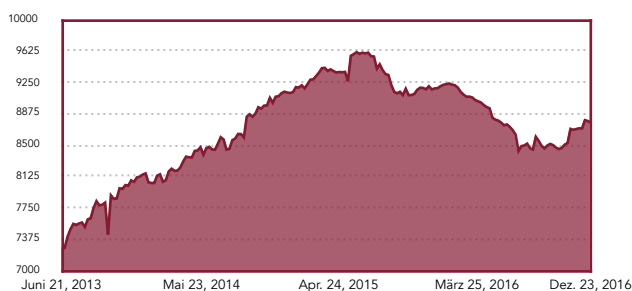
China enfrenta varios problemas a nivel de macroeconomía, pero parece que las autoridades chinas saben manejar estos desafíos bastante bien (lo que no saben es manipular la bolsa como quedó claro el verano pasado). No obstante, mantener un ritmo tan alto por encima del 6 % es un reto y tarde o temprano veremos otra vez un descenso de las altas de crecimiento. Este descenso puede ser provocado por un descenso de la actividad inmobiliaria y del sector automovilístico (porque este año se acaban los estímulos introducidos antes). Si este descenso se produce de forma controlada no supondrá un riesgo para la economía global. Hay que tener en cuenta además que cualquier aumento se produce por encima de una base cada vez más alta, es decir el 6,5 % este año es mucho más en términos absolutos que hace un año!

## Materias primas

### Petróleo

El petróleo ha sido el gran ganador el año pasado. Lejos son las ideas de Goldman Sachs y otros analistas de un precio por debajo de los 20 dólares! Aunque el equilibrio entre demanda y oferta ha tardado a producirse, si ha habido inicialmente un descenso de la oferta en EE.UU. (véase el gráfico abajo). No obstante, este de-

Producción de crudo (en miles de barriles diarios)



scenso por si solo no hubiera bastado para equilibrar el mercado y por eso el empuje fuerte solo se produjo cuando la OPEP (junto con Rusia) por fin tomó una decisión de recortes de la oferta. Si la OPEP mantiene su compromiso (Kuwait y Oman ya han anunciado los primeros recortes este año) y la economía global mantiene su vigor, es posible que los precios sigan incluso más. Los problemas a largo plazo de un aumento del coche eléctrico no preocupan el mercado, ni tampoco produce optimismo el recorte en los bienes de exploración que tarde o temprano puede afectar a la producción.

## Evolución del fondo y estrategia

El fondo ganó en el mes de diciembre un 3,5 % y con ello la performance para el 2016 alcanza casi el 4 %.

El buen resultado de diciembre se debe al conjunto de la renta variable. Destacan sobre todo los valores americanos y en Alemania la BASF, Allianz, Siemens, Fuchs Petrolub, MTU. Los proveedores para el sector automo-

vilístico Leoni y Elring Klinger (que antes habían bajado mucho) se recuperaron. En Italia subieron fuertemente Brembo, Recordati y Diasorin. Destaca también la buena performance de Aalberts que casi cada día ha subido en diciembre. Roche finalmente subió fuertemente en diciembre aunque persisten dudas en el sector de cara a la política futura de Trump (el valor prosigue su alza también este año, pero le queda mucho recorrido para recuperar las pérdidas del año pasado).

El fondo se ha beneficiado también de la fortaleza del dólar y de casi todas las monedas fuera del euro. Algunas de ellas (como el Rublo) han incrementado su valor con respecto al dólar que a su vez ha incrementado su valor con respecto al euro.

En diciembre hemos reducido la exposición a la renta variable muy poco, pero dentro de la renta variable modificamos la cartera: Redujimos posiciones en valores con más peso, salimos de algunos valores pequeños y entramos en varios valores tecnológicos. Como señalé en mi último informe, el mundo se encuentra en el umbral de toda una serie de nuevas tecnologías. Para utilizar estas nuevas tecnologías es una conditio sine qua non de terminar la quinta generación del internet inalámbrico (5G). En estos momentos muchas empresas y estados están preparando la introducción del 5 G, lo que requiere no solamente una revolución de nuevas tecnologías sino también esfuerzos en materia de regulación y normas. El 5 G no es simplemente un 4 G más rápido, sino se trata de una arquitectura completamente distinta! El 5 G se basará más en software que hardware (para aumentar la flexibilidad y reconfiguración) y los cambios afectarán no solamente los semiconductores sino sobre todo la transmisión inalámbrica de los datos. La longitud de onda pasará a milímetros y con ello se permiten antenas mucho más pequeñas. Para que el lector se haga una idea ..., en el futuro los dispositivos pueden contener cientos de antenas. Se espera la introducción del 5 G hasta el 2020, pero antes en las olimpiadas ya se espera la introducción local en Rusia y Japón.<sup>5</sup>

## Perspectivas

A falta de los detalles del programa del nuevo presidente en EE.UU. cualquier intento de evaluar las perspectivas de las bolsas resulta sumamente difícil. No obstante, ya se saben los grandes rasgos de sus ideas. Se trata sobre todo de reducir impuestos y mejorar la infraestructura. Otro campo de actuación será la política energética. Las consecuencias del lanzamiento de estas ideas ya han marcado los mercados las últimas semanas y es posible que hasta la inauguración vemos una continuación de esta evolución. Después de la inauguración puede haber descontentos y posiblemente los mercados realicen beneficios. Más adelante, veremos que la mejora de la economía americana resulta en mejoras de los beneficios, un alza de tipos (quizá no tanto como se esperaba) y posiblemente un alza de la inflación. Si es así la composición del PIB podría cambiar, de forma que el consumo pierde su primer posición (porque el consumidor

pierde poder adquisitivo por la inflación y el alza de tipos). Mientras las políticas económicas de Trump pueden sufrir modificaciones en algunos campos, la tendencia en el sector tecnológico no se verá afectado. Se trata de que el IoT (internet of things) y su condición previa - la quinta generación del internet (5 G) - supone una fuerza poderosa que supondrá una verdadera revolución para la sociedad y muchas industrias.

Fuera de EE.UU. nos quedan los retos en Europa. Nos enfrentamos no solamente con retos económicos sino también con retos políticos. En un mundo en el que dominan EE.UU., Rusia y China y EE.UU. se preocupará más por sus propios intereses, Europa se queda aislado. No es la primera vez que en EE.UU. se discute un cambio de su orientación geopolítica (hace unas décadas se discutía activamente un mayor enfoque hacia Asia), pero con el nuevo presidente parece claro que los asuntos de otros países pierden peso.

Posiblemente Europa encontrará incluso desafíos nuevos en materia de defensa si la OTAN pierde el apoyo de EE.UU. (y el Reino Unido?). A nivel económico es posible que una mejora de las economías globales contribuya a suavizar los problemas en las economías más débiles. Al menos la buena evolución de los índices PMI en Francia y Italia señala una mejora en estos países.

La evolución de las bolsas en 2017 no será una línea recta y la volatilidad será nuestro acompañante también este año. La clave es aprovechar esta volatilidad sin perder de vista las buenas perspectivas de muchos sectores y los altos dividendos de algunas empresas. Aunque la volatilidad será un acompañante fiel, espero que no se quede solo y que se reúna con él/ella otro acompañante, la paciencia!

Deseamos a todos nuestros clientes y lectores un próspero Año Nuevo!

Bad Homburg, 4 de enero de 2017

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH