

Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

51 Valores de Renta Variable:	46 %
39 Valores de Renta Fija:	38 %
Liquidez:	16 %



Rentabilidad desde 6/2011
+47%

Rentabilidad media 3a
+5,51%

Diversificación por Divisas:

EUR:	45 %
USD:	22 %
MXN:	5 %
ZAR:	5 %
RUB:	5 %
INR:	4 %
CHF:	3 %
AUD:	2 %
IDR:	2 %
Otros:	7 %

Principales valores:

Roche:	2,4 %
Allianz:	1,8 %
Henkel:	1,4 %
Bristol Myers:	1,3 %
Qualcomm:	1,3 %
Unilever:	1,2 %
IBM:	1,2 %
Aalberts:	1,1 %
Disney:	1,1 %
Recordati:	1,1 %

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
0,54

Volatilidad 5 años
9,34%

Máxima caída 4 años
25,3%

Informe de mercado - Enero de 2017

- PIB de la zona euro con alza
- Mercado laboral en EE.UU. fuerte, pero descenso del ritmo de crecimiento de los salarios del 2,9 % al 2,5 %
- Fuerte incremento de nuevo del índice ISM en EE.UU.
- Tipos hipotecarios en EE.UU. con moderación
- Los PMIs (manufacturero y de servicios) en China sugieren una continuación del crecimiento
- El leve descenso de los precios en el mercado inmobiliario en China continua

General

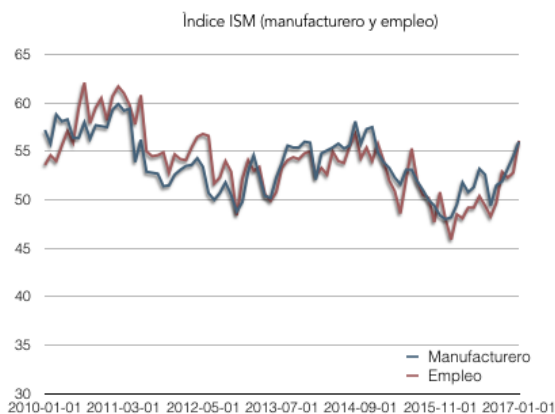
Al contrario del año pasado el inicio de las bolsas en 2017 produjo más alegrías para los inversores. Se trató de una continuación de la euforia producida por las esperanzas de Trump de aumentar las inversiones y de bajar los impuestos. Mientras esta idea inicial provocó las subidas, sus acciones después de su inauguración decepcionaron porque el nuevo presidente no concretó sus ideas iniciales. Al contrario, inició una serie de decretos que dieron lugar al miedo en una ronda de proteccionismo.

Ante este fondo de un aumento de la incertidumbre en EE.UU. observamos al menos en Europa datos económicos más estables como quedó patente con la publicación del PIB la semana pasada. En China el importante índice PMI que se publicó el 1 de febrero confirmó que las perspectivas al menos a corto plazo en China no deberían sufrir una decepción.

Cuando el nuevo gobierno finalmente aclare sus posiciones económicas las bolsas deberían reaccionar más favorablemente. Además hay la esperanza de buenos resultados empresariales que actúan como soporte, aunque las altas valoraciones dificultan subidas sustanciales.

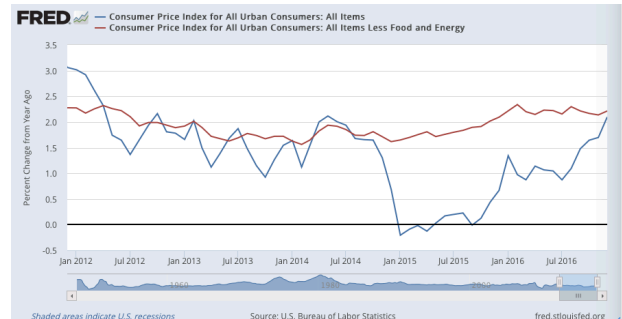
Análisis macro-económico EE.UU.

No es un secreto que la economía americana mantiene una dinámica fuerte y por ello no son necesarios estímulos adicionales como los plantea el nuevo gobierno. El índice ISM con sus dos componentes importantes refleja esta fuerza de la economía (aunque hay que constatar que la subida reciente se debe precisamente a la espera de un programa de estímulo).

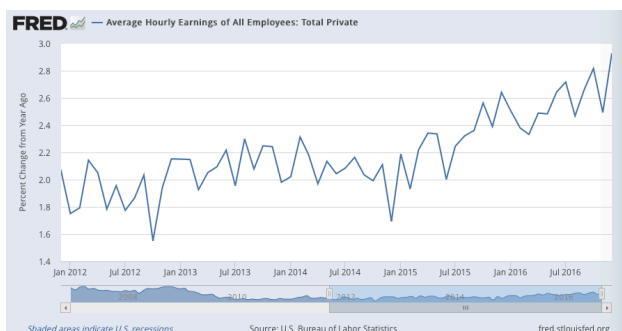
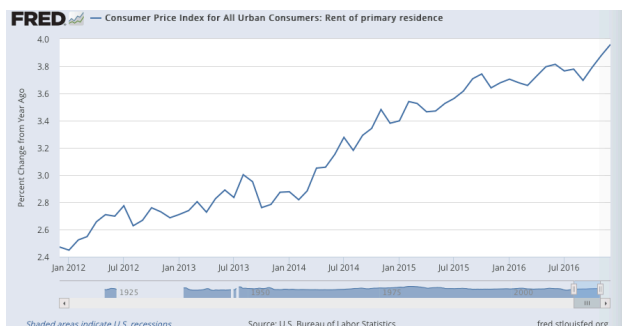


Cuando el gobierno opta, sin embargo, por implantar más medidas de estímulo el efecto será un incremento de la inflación no solamente a nivel del consumidor sino también a nivel de los salarios. Un incremento de la inflación incitará a la Fed sin duda a incrementar los tipos varias veces este año. Tal escenario está ya descontado

por los mercados y solo falta ver los “hechos”. Al menos a nivel de inflación ya observamos un incremento a varios niveles: Mientras la inflación sube sobre todo por el efecto de la subida de los precios de las materias primas, la inflación subyacente se mantiene casi sin cambios (véase la línea roja en el gráfico abajo).

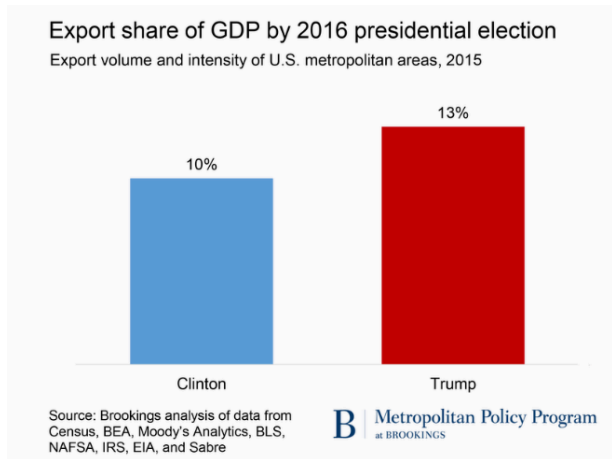


El riesgo es por supuesto que la inflación subyacente empiece a subir una vez cuando la demanda y los costes suban. Notamos una subida sustancial también a nivel de los alquileres y de los salarios como se desprende en los gráficos abajo.



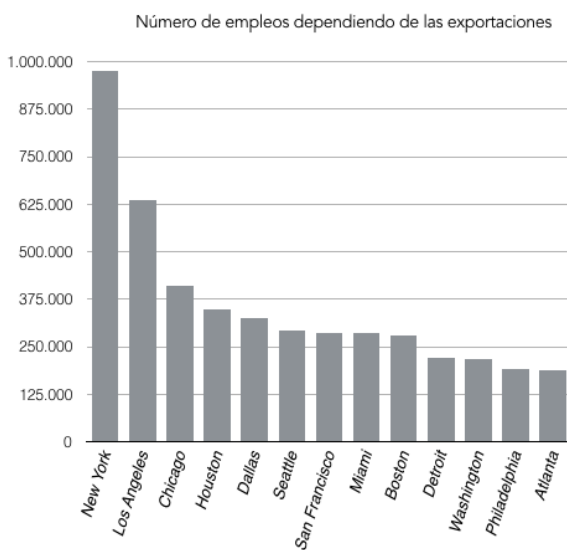
El tema de una aceleración de la inflación junto con el proteccionismo puede ser otro de los temas claves en la economía americana porque la subida de los tipos de interés y la consiguiente subida del dólar impactará de forma negativa tanto al sector exterior y al sector de la vivienda. Trump sin duda reconoce la vulnerabilidad de las exportaciones de cara a un dólar fuerte, pero no creo que solo con palabras puede evitar esta subida durante mucho tiempo. Otro peligro para las exportaciones resulta de un posible proteccionismo. La reconocida institución americana Brookings Institute ha realizado un estudio sobre cuáles son las regiones y ciudades con mayor dependencia de las exportaciones. El resultado

muestra que son precisamente las regiones con los votantes de Trump cuyo PIB tiene la mayor cuota de exportaciones.



Es más, es sobre todo en las grandes ciudades, donde el potencial para disturbios es más elevado, donde se encuentra el mayor número de empleos que depende de las exportaciones (véase el gráfico abajo). Por industrias se trata del sector de aeronáutica (Wichita y Seattle), automóviles (Detroit y Youngstown), electrónica (Portland, OR y Ogden, UT) y energía (Baton Rouge, New Orleans, Houston).

Por estados, el grado de exportaciones es muy elevado en Illinois y Texas donde el índice de dependencia del PIB de las exportaciones asciende entre el 20 % y el 50 %. Por eso, Trump puede tropezar más adelante con protestas si se pierden empleos que dependen de las exportaciones. Ya ahora se comenta que muchos funcionarios en puestos menos expuestos en el gobierno activamente prosiguen una política de entorpecer sus „orders“.



En resumen, existe un peligro de proteccionismo, pero los riesgos de tal programa podrían provocar a Trump a seguir una política muy selectiva.

Europa

Puntualmente el 31 de enero recibimos la primera estimación del PIB para la zona euro: Un incremento del 0,5 % el cuarto trimestre de 2016 con respecto al trimestre anterior. Para el conjunto del año la subida del PIB se queda por lo tanto al 1,8 %. Esta media subida del 1,8 % contrasta con el 1,1 % en Francia, tan solo el 0,7 % en Italia, el 3,2 % en España y el 1,9 % en Alemania.

La discrepancia entre los distintos ritmos de crecimiento en la zona euro se explica en cada país por factores propios. No obstante, un factor común en la mayoría de los países es cierta debilidad del sector exterior. Los datos más recientes de Eurostat revelan por ejemplo, que en los primeros 11 meses del 2016 con el mismo periodo del 2015 las exportaciones fuera de la zona euro en los principales 19 países ascendieron a 1.869 mil millones, o sea casi igual que en el 2015 cuando ascendieron al 1872,9 mil millones. Solo por la bajada de las importaciones del 2 % se ha producido una ligera mejora del sector exterior con los países fuera de la zona euro (para los 28 países de la zona euro resulta incluso una bajada del superávit de 39,3 mil millones a 20,2 mil millones de euro, es decir los países más pequeños - incluyendo el Reino Unido y Polonia - que forman parte de la EU-28 son menos competitivos que los países de la EU-19).

De cara al nuevo proteccionismo de EE.UU. es preciso analizar más detenidamente el comercio de la EU-28 con EE.UU.: Con un volumen de exportaciones de 331,6 mil millones de euros EE.UU. es el principal socio comercial de Europa, seguido por China con 153,1 mil millones. Destaca que con todos los principales 10 países (salvo Japón) se ha producido un descenso de las exportaciones. En el caso de EE.UU. se trata de un descenso del 3 % que contrasta con el - 1 % de las importaciones. Una de las principales razones por el descenso de las exportaciones se encuentra en productos de energía (- 16 %). Por países, destaca la reducción sustancial de las exportaciones del Reino Unido a la zona fuera de Europa (- 17 %). Por otro lado, aparte de Alemania, Italia ha podido incrementar su superávit de la balanza comercial, mientras en Francia se ha producido un deterioro en la balanza comercial (debido en parte a factores especiales relacionado con el sector aeronáutico).

Probablemente esta debilidad en el comercio exterior se debe a la estabilidad del euro durante gran parte del año, y de hecho, en noviembre del 2016 las exportaciones acusaron una subida del 6 %. Por ello es importante que el dólar siga manteniendo una tendencia al alza porque esta evolución favorece las exportaciones europeas (que Trump ya ha reconocido y criticado). Para EE.UU. es por ello imprescindible que no se junte un dólar fuerte con una ola de proteccionismo porque como vimos en el apartado arriba, muchos trabajos en las grandes ciudades dependen directamente de las exportaciones.

En resumen, aparte del PIB, en Europa hay una serie de datos que sugieren que la economía prosigue su dinámica. Ejemplos son las matriculas nuevas en la zona euro

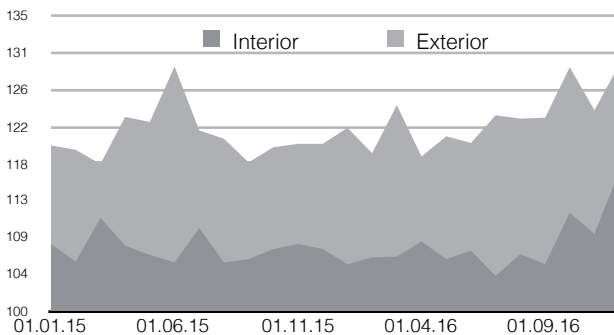
que en diciembre alcanzaron un nuevo récord después de la crisis del 2008.

Evolución de las matrículas en la zona euro



Otro ejemplo es el alza fuerte de los pedidos en Alemania, tanto del sector interior como del sector exterior como muestra el gráfico abajo.

Pedidos en el sector manufacturero



China

En China el PIB del cuarto trimestre ha sorprendido al alza. La economía creció un 6,8 %, es decir algo por encima de lo esperado. El PMI de enero se mostró también fuerte, pero es probable que el gobierno no continúe con los estímulos en la misma medida como en el 2016. Una desaceleración se espera también por el (deseado) enfriamiento del sector de la construcción. Aunque se trata de un crecimiento alto en China, este crecimiento se ha conseguido en gran parte con un aumento de la deuda y por ello se considera poco sano. Un factor positivo sigue siendo que el consumo sigue creciendo a un ritmo superior de dos décimas.

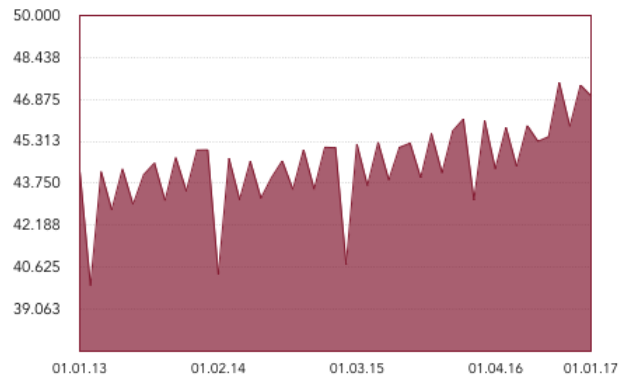
Materias primas

Petróleo

El precio del petróleo sigue bajo a esperas de que realmente se cumplan los recortes de la producción acordado el 10 diciembre de 2016. En el marco de este acuerdo 24 países (entre ellos 11 países que no forman parte de la OPEP) se pusieron de acuerdo de recortar la producción por importe de 1,8 millones de barriles diarios (de lo que provienen 1,2 millones de barriles de la

OPEP) durante la primera mitad de 2017. Entre ellos Rusia acordó recortar la producción por 300.000 barriles diarios. Rusia forma parte de la comisión de observación de cinco países y la semana pasada informó que según los primeros indicios en enero se ha recortado la producción por 1,4 millones de barriles (algunos países re-

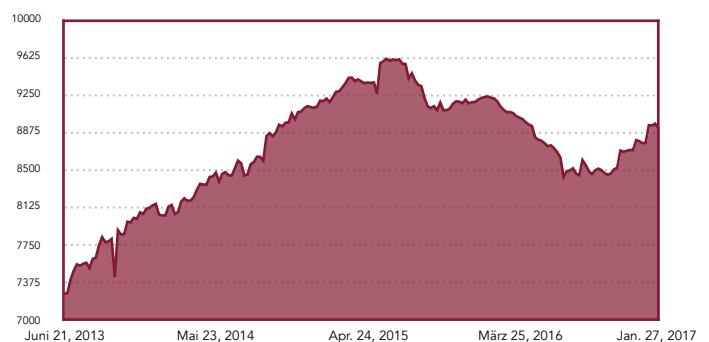
Producción de crudo en Rusia (en miles de toneladas)



cortaron incluso más la producción, mientras otros recortaron menos la producción). Rusia se mostró contento con los resultados alcanzados hasta ahora y prevé un equilibrio entre demanda y oferta. En cuanto a Rusia, el país ha reducido efectivamente su producción de petróleo en enero como confirma el gráfico siguiente (Rusia publica sus datos de producción solo mensualmente y los datos se publican en términos de miles de toneladas y no en barriles como es usual y por ello los datos no son directamente comparables con los datos en el gráfico sobre la producción americana).

La estabilidad del precio del petróleo se ha alcanzado a pesar del aumento de la producción en EE.UU. y de los planes del nuevo gobierno de incrementar la producción americana. Efectivamente, la producción americana ha subido casi ininterrumpidamente desde el verano 2016.

Producción de crudo (en miles de barriles diarios)



Evolución del fondo y estrategia

En el mes de enero el valor del fondo no apreció apenas variación.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva): Illumina (+0,21%), SkyWorks (+0,17%), Checkpoint (+0,12%) y Isra Vision (+0,10%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron Qualcomm (-0,24%), Bristol Myers Squibb (-0,21%) y Gigamon (-0,09%).

La fuerte caída de las acciones de Qualcomm aproximadamente en 25% la propició una demanda por valor de 1000 millones de dólares realizada por Apple. Apple junto con Samsung constituyen más del 40 % del total de las ventas y el mercado teme que la demanda afecte en un futuro al volumen de venta de licencias. Estas equivalen actualmente al 35% del total de las ventas. Esta reacción del mercado nos pareció exagerada y aumentamos la posición de Qualcomm hasta un total del 1,3% de la cartera.

Unos resultados débiles en el último trimestre y una corrección a la baja en las predicciones para el primer trimestre del 2017 afectaron fuertemente a las acciones de Gigamon que sufrieron una corrección del -33%. Gigamon ha demostrado a pesar de estos últimos resultados un gran crecimiento en los últimos dos años y ofrecen un producto muy sofisticado dentro del campo de la seguridad cibernética (en concreto la supervisión simultánea durante el tráfico de datos) el cual está tomando de cada vez más importancia. Dentro del campo de la seguridad cibernética mantenemos una posición del 0,34% con Gigamon y un 0.7% con Checkpoint.

La mayor aportación positiva por divisas la proporcionó el dólar australiano con un +0,07% y el zloty polaco con un +0,04% y la mayor aportación negativa la proporcionó el dólar americano con un -0,41% y el peso mexicano con un -0,12%.

En el mes de enero en el marco de nuestra estrategia realizamos una variación en la ponderación de renta variable y renta fija. De esta manera redujimos la exposición a la renta variable un 14%. La renta fija se aumentó un total del 10% (por divisas: dólar americano, renminbi y rublo)

La distribución actual aproximada por sectores dentro de la renta variable es del 8% en materiales básicos, el 22 % en información y tecnología, el 28% en bienes de consumo, el 6 % en el sector financiero, el 23% en el farmacéutico y de la salud y el 12 % en el sector industrial.

Perspectivas

Las últimas semanas en las bolsas se han caracterizado por un aumento de la incertidumbre por las acciones de Trump. Aunque estas acciones están el 100% en línea de su retórica pre-elecciones, sorprende que no ha moderado sus ideas iniciales. No obstante, si él no modifica su postura, la presión de la calle y de la sociedad aumentará y así el temor al proteccionismo quizá pierda en importancia. Además, es posible que se adopten medidas muy selectas en el tema de tarifas y no se empiece con una política generalizada de subir tarifas. Si es este el caso y Trump se concentra más en su política de aumentar las inversiones en infraestructura, seguido por medidas concretas, las bolsas encontrarán otra vez argumentos para subir. No obstante, sus ideas de estimular las inversiones mediante ciertos programas de impuestos (similar como el plan Juncker en Europa), no convencen a todos los analistas porque en el pasado este tipo de planes no ha tenido mucho éxito.

En todo caso, en algún momento los mercados financieros y los medios de comunicación vuelven a centrarse en la economía real y los resultados empresariales. Aunque de momento Trump acoge las principales noticias en las portadas, hay tendencias que Trump no influye: Se trata no solamente de los nuevos desarrollos en medicina, sino sobre todo del desarrollo de tecnologías poderosas para preparar el mundo para una serie de nuevas aplicaciones (coche autónomo, Virtual Reality, IoT, etc.). En el informe anterior ya señalamos que estas nuevas aplicaciones requieren un cambio revolucionario en el internet 5G. La importancia de estas tecnologías lo subraya el peso del sector tecnológico del 20 % en el S&P (aunque aquí se incluyen también empresas como Facebook que no se pueden considerar puramente de tecnología). Este sector está además menos afectado por el proteccionismo.

Bad Homburg, 6 de febrero de 2017

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH