

Fondo global mixto con gestión de valor

Renta 4 Wertefinder FI : 15,455,44



Diversificación por tipo de activo:

50 Valores de Renta Variable:	40 %
40 Valores de Renta Fija:	40 %
Liquidez:	20 %



Rentabilidad desde 6/2011
+54%

Rentabilidad media 3a
+5,63%

Diversificación por Divisas:

EUR:	46 %
USD:	23 %
MXN:	5 %
RUB:	5 %
INR:	4 %
CNY:	4 %
CHF:	3 %
AUD:	2 %
IDR:	2 %
Otros:	6 %

Principales valores:

Roche:	2,1 %
Qualcomm:	1,5 %
Allianz:	1,3 %
IBM:	1,3 %
Disney:	1,3 %
BMW:	1,2 %
Henkel:	1,2 %
Fuchs Petrolub:	1,2 %
HSBC Trinkaus:	1,1 %
BASF:	1,1 %

Composición por países:

<i>- renta variable -</i>	
Alemania:	15 %
EE.UU.:	11 %
Sur Europa:	5 %
Suiza:	3 %
Israel:	2 %
Países Bajos:	1 %
Japan:	1 %
Noruega:	1 %

Ratio de Sharpe 1a
2,72

Volatilidad 3 años
9,33%

Máxima caída 4 años
25,3%

Informe de mercado - Marzo de 2017

- De nuevo aumento de la confianza del consumidor en EE.UU.
- Índice ISM en EE.UU. con leve descenso
- Los PMIs (manufacturero y de servicios) en China mantienen su alza
- En Europa las ventas de coches alcanzan nuevo récord (incluso en Italia)
- PMIs en Europa con alza, sobre todo a raíz de la debilidad del euro
- Evolución del crédito en la zona euro con menor vigor!
- Decepción de las ventas al por menor en Alemania
- Continúa el incremento de la producción de petróleo en EE.UU.

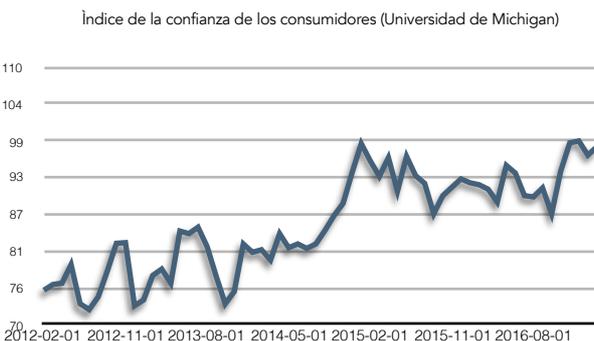
General

Para un observador superficial de las bolsas puede sorprender que las bolsas mantengan tanto vigor este año ya que abundan los riesgos de toda índole. De hecho, indicadores que miden el riesgo político han alcanzado máximos durante las últimas semanas. No obstante, a largo plazo es la evolución de los beneficios el que determina el curso de las bolsas. La incertidumbre suele ser un factor que también afecta al rumbo de las bolsas y lo hace a través de la prima de riesgo. Ante este fondo de tanta incertidumbre, ¿cómo se explica el buen comportamiento de las bolsas? La razón la encontramos en las buenas perspectivas del crecimiento en muchas economías. Todavía no han salido los informes del FMI y del Banco Mundial, pero en marzo recibimos el informe económico de la OECD que prevé una aceleración del ritmo de crecimiento este año por encima del 3 %. Una tasa que es menor al que hubo durante las décadas anteriores a la crisis, pero lo importante es que se trata de un incremento de la actividad económica que ya dura varios años de forma ininterrumpida. De ahí el optimismo de que los grandes desequilibrios van desapareciendo poco a poco.

Análisis macro-económico

EE.UU.

Fracasado el proyecto de Trump de terminar Obamacare (una de sus promesas electorales), el presidente se va acostumbrando a la realidad de que gobernar no es solo la comunicación a través de Twitter, sino que requiere una actuación mucho más compleja. Dado la experiencia con Obamacare es probable que Trump se vea forzado a moderar su actuación también en otros campos. Lo más importante para los mercados será que prescinda de sus ataques al comercio libre. No obstante, las bolsas necesitan todavía los estímulos de la reforma fiscal y del programa de infraestructura para justificar las recientes subidas. En cuanto a la inversión en infraestructura no cabe duda que la economía americana necesita en muchos campos una modernización. Las dudas de este programa se centran por lo tanto no solo en el hecho, sino sobre todo en el timing y la financiación. Si la inversión se financia con la deuda (que no está claro en este momento), supondría un aumento de la deuda en relación al PIB. Aun así, según los pronósticos a 10 años más recientes del Congressional Budget Bureau (CBO) el déficit presupuestario incrementará del actual 2,9 % al 5



% y la deuda del estado incrementará del 77,5 % al 88,9 %. Es decir, se espera claramente un aumento de la deuda, pero este incremento no se desbordará alcanzando los niveles de algunos países europeos. Es de esperar que tal incremento de la deuda vaya acompañado con una subida de los tipos de interés (que a su vez contribuirá a subir la deuda) y efectivamente el CBO espera que el peso de los tipos aumente del 1,4 % al 2,7 %.

A pesar del comportamiento voluble de Trump y del desacuerdo entre republicanos y demócratas en el congreso, los americanos se sienten con optimismo como muestra la subida del índice sobre la confianza de los consumidores de Michigan.

El consumo sigue siendo la clave para la economía y por ello la confianza de los consumidores es un buen indicador para evaluar las perspectivas de la economía. Por cierto, la revisión al alza de la tercera estimación del PIB del cuarto trimestre en EE.UU. del 1,9 % al 2,1 % (con respecto al trimestre anterior) se debe sobre todo al consumo.

Para el primer trimestre hay una gran incertidumbre con respecto al crecimiento del PIB: Como se desprende del gráfico abajo, los dos bancos federales de St. Louis y Atlanta (que van actualizando sus pronósticos conforme que van saliendo nuevos datos), al día de hoy difieren bastante en su esperado ritmo de crecimiento. Esta in-



certidumbre se debe en parte a la dificultad sobre todo a la hora de depurar y estacionar los datos que dependen en el primer trimestre fuertemente de las condiciones meteorológicas. Después de la primera estimación del dato del PIB podemos esperar por lo tanto sorpresas que afectarán a los mercados y monedas (es la práctica que experimentamos ya en los años pasados).

En línea con la buena marcha de la economía esperamos que la Reserva Federal suba los tipos varias veces y el riesgo es que la Fed suba los tipos más de lo que actualmente los mercados descuentan.

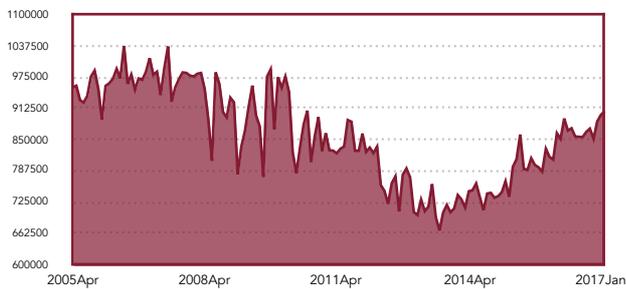
Europa

Después de las elecciones en los países bajos ha vuelto la calma a los mercados europeos al desaparecer los temores sobre un triunfo de los populistas. Las encuestas de las agencias (Markit, IFO, Insee) siguen pintando

un panorama favorable de la evolución de la economía europea. No obstante, hay que tener en cuenta de que se trata solo de encuestas y de que lo que cuenta son los hechos reales. En cuanto a los hechos reales del total de la zona euro merece destacar que las ventas de automóviles han alcanzado un nuevo máximo en febrero (véase el gráfico abajo). Es interesante observar el desglase de las ventas por países porque resulta que incluso en Italia se observa un incremento sano (véase los gráficos abajo).

Un dato que sobre todo el BCE observa detenidamente cada mes es la evolución del crédito en la zona euro. Como desprendemos en el gráfico arriba los datos del crédito no inspiran tanta confianza como las ventas de los coches. Efectivamente, después de un auge conti-

Matrículas nuevas de coches en la zona euro

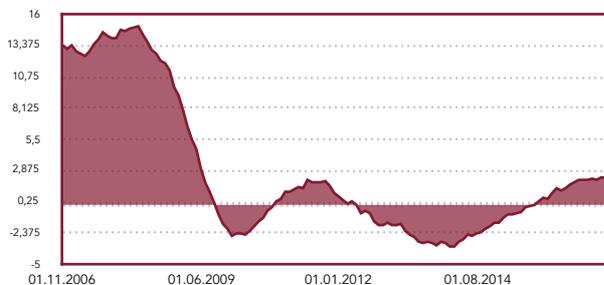


Matrículas nuevas de coches en Italia



nuado del ascenso del crédito, el mes pasado observamos por primera vez una reducción del ritmo de creci-

Evolución del crédito en la zona euro



miento que de por sí dista bastante de las tasas del crecimiento del crédito antes de la crisis financiera del 2008. Es por lo tanto temprano bajar la guardia!

Por países destaca que en **Alemania** siguen subiendo las expectativas de los exportadores (así se refleja el efecto combinado del precio - debilidad del euro - y la espera



de un aumento del volumen debido al auge económico en muchos mercados). No se trata de un hecho real y cualquier evento puede cambiar rápidamente la tendencia de este indicador (así se explica también la alta volatilidad de este índice).

Por otro lado se destaca cierta debilidad del consumo privado en Alemania, al menos en lo que concierne las ventas al por menor: En los primeros dos meses las ventas subieron solo un 0,3 % en términos reales con respecto al año pasado (en febrero del 2017 falta un día laboral así que el resultado estacionado es algo mejor).

No obstante, la buena situación laboral y el vigor de la construcción sugieren que el crecimiento alemán sigue su rumbo. No obstante la inversión es débil y el sector exterior no representa un aumento del PIB (aunque las exportaciones suben, este efecto positivo se compensa por una subida aún todavía mayor de las importaciones). Ya que Alemania negocia la mayor parte de su comercio internacional con países en la zona euro, el país contribuye sin embargo al crecimiento en la zona euro.

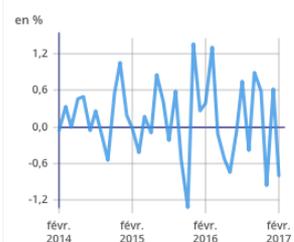
En **Francia** el último indicador disponible es el de la confianza de los hogares que se ha mantenido sin cambios. Igual que en Alemania la venta de bienes al por menor atraviesa también una fase más difícil (véase el gráfico de Insee que recoge la evolución de las ventas al por menor).

La confianza de los empresarios ha descendido algo, pero se mantiene por encima de la media.

Ante la debilidad del consumo resulta algo sorprendente que los datos de los PMI sean tan optimistas. Creo que hace falta observar con detalle los hechos reales en los próximos meses para confirmar que la economía francesa sale de su bache.

Consommation des ménages en biens

février 2017 : -0,8 %



En **Italia** merece destacar que en este país la confianza tanto de hogares como de los empresarios ha tenido una evolución positiva. La tasa de desempleo sigue descendiendo, pero a un paso muy lento.

China

En China los principales indicadores macroeconómicos confirman la evaluación de una economía estable con un crecimiento moderado. Después de haber alcanzado en enero un máximo histórico el crédito volvió a normalizarse en el mes de febrero. No obstante, la deuda sigue siendo un problema en China y el gobierno intenta frenar los excesos. Ha demostrado ya en el mercado inmobiliario que es capaz de controlar estos excesos en la evolución de precios.

En estos momentos el enfoque en China es menos en los indicadores económicos y más en las posibles fricciones en el libre comercio entre China y los EE.UU. A puertas del encuentro esta semana entre Trump y Xi Jinping se espera una serie de enfrentamientos, pero no una auténtica guerra de comercio.

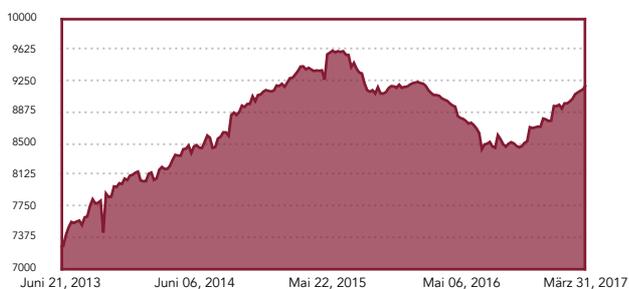
Materias primas

Petróleo

El precio del petróleo se encuentra atrapado entre el aumento de la oferta por el „fracking“ en EE.UU. (véase el gráfico abajo) y la posible extensión de los recortes de la producción por los países petrolíferos después de junio. Más adelante, es posible que el precio vuelva a bajar cuando aparezcan otra vez dudas sobre la disciplina en los países de mantener los recortes. Por otro lado, el „fracking“ sigue sin demorar su ascenso ya que según los analistas es rentable con precios por encima de los 40 - 45 dólares. Ante este escenario es poco probable que el superávit de los inventarios mundiales desaparezcan pronto. Los analistas comentan que se observa una reducción de los inventarios a nivel mundial en barcos, pero este descenso es demasiado lento para influir en los precios.

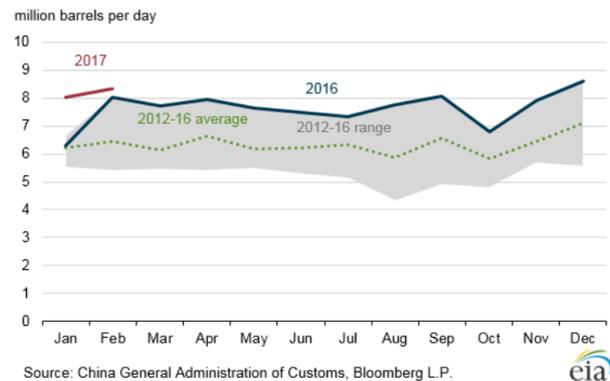
En cuanto a la demanda, se espera que siga aumentando.

Producción de crudo en EE.UU. (en miles de barriles diarios)



do acorde con el crecimiento global de la economía. Cuando hace un año se produjo la caída brusca de los precios del petróleo se debió no solamente al aumento del „fracking“ sino también al temor (erróneo) de un aterrizaje duro de la economía china. Incluso aunque la

estadística china sobre las importaciones de crudo no dieran ninguna señal que sugiriera que las importaciones iban a descender. Prueba de ello se puede observar en el gráfico abajo. Ahora un año más tarde continuamos observando un ascenso de las importaciones (que al menos el año pasado se explicaba en parte también por el desarrollo de reservas estratégicas). El conjunto de un incremento de la demanda y una menor producción doméstica supone también este año un incremento.



Evolución del fondo

En el mes de marzo el valor del fondo aumentó un +1,6 %. La parte de renta variable aportó al fondo aproximadamente el +1,2 %.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva): Leoni (+0,25%), Banco Santander (+0,09%), BBVA (+0,08%) y Maxwell Technologies (+0,06%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron IBM (-0,05%), Gemalto (-0,04%) y Bristol Myers Squibb (-0,03%).

En marzo mantuvimos la renta variable entorno al 40% y aumentamos la posición de renta fija en bonos corporativos en dólares americanos. Actualmente mantenemos una posición de aproximadamente el 13% del total de la cartera en bonos corporativos high yield (10% en empresas americanas y 3% en empresas europeas).

La mayor aportación positiva por divisas la proporcionó el peso mexicano con un +0,29%, el rublo ruso con un +0,12% y la rupia india con un +0,09%. La mayor aportación negativa la proporcionó el dólar americano con un -0,19% y el renminbi un -0,05%. La rentabilidad de las inversiones en bonos en moneda extranjera se nutre potencialmente de tres factores positivos: La apreciación de la moneda, el cupón corrido y la apreciación de los precios de los bonos. En algunos países como por ejemplo en Rusia la inflación sigue bajando. Esto podría llevar al Banco Central a bajar los tipos contribuyendo a su vez a una subida de los bonos.

Con la rentabilidad acumulada en el mes de marzo el fondo se encuentra entre los mejores fondo dentro de su categoría (según el portal „Quefondos“ en el primer quintil en 1 mes, 3 meses y 5 años). Al día de hoy la cotización está además muy cerca de su máximo histórico.

La buena rentabilidad se explica no solo por una buena selección de valores y monedas, sino también por el hecho de no haber sufrido pérdidas mayores en valores concretos.

Perspectivas y estrategia

Es propiedad de las bolsas (y de los medios de comunicación) el buscar una tema que luego domine las portadas de los periódicos durante algunas semanas. El año pasado fue el temor de una recesión en EE.UU., seguido del temor de un aterrizaje duro en China. Pasado este temor pasamos al Brexit y luego a las elecciones americanas. Este año no observamos por el momento un tema especial que preocupe en especial a las bolsas. De ahí que las buenas noticias sobre el vigor de muchas economías dominen la prensa. No obstante, riesgos existen (siempre existen y por ello percibimos un rendimiento más alto en valores con más „riesgo“). A veces los eventos surgen de lados inesperados, este año podemos pensar en el riesgo de que Trump adopte políticas en contra del comercio libre o que el problema griego resurja. También podemos pensar que en China se produzca una caída del ritmo de crecimiento o que debido al Brexit la economía anglosajona entre en una recesión que luego arrastre a toda Europa. Por último la agresividad de Corea del Norte supone también un riesgo potencial. Probablemente ninguno de estos riesgos se materialice, pero hay un riesgo que es más probable y lo menciona también la OECD en su informe de marzo: Una subida de los tipos de interés en EE.UU. por encima de lo que actualmente esté descontado por los mercados. Las bolsas han tolerado bastante bien las últimas dos subidas, pero si experimentamos otra serie de subidas puede llegar el momento donde la variable rentabilidad/riesgo en renta fija y renta variable cambie en favor de la renta fija.

Ante los riesgos no hay que olvidar también las oportunidades! Porque a medio/largo plazo las bolsas tienden a subir conforme al crecimiento de los beneficios. Como señalamos varias veces, las oportunidades provienen de los motores de crecimiento en la economía global. Se trata en primer lugar de las innovaciones y del factor demográfico. Estas dos fuerzas explican la mayor parte del crecimiento y los economistas lo reconocen explícitamente en la famosa fórmula de Cobb Douglas donde estos factores constituyen las principales fuentes para modelar el crecimiento de la actividad económica de un país.

En la medida que en nuestro entorno la digitalización de la economía cobra cada vez más importancia, el sector tecnológico se presenta con grandes oportunidades. Entre estas oportunidades se encuentran no solamente las nuevas aplicaciones (coche eléctrico, „augmented reality“, coche autónomo, etc.), sino sobre todo la nueva generación del internet 5G que supone una verdadera revolución. La importancia del sector tecnológico se hace patente también en su peso en el S&P 500, donde su cuota sigue creciendo. De hecho, este sector encabeza este año otra vez la evolución del S&P 500!

El mercado americano de acciones se distingue por una valoración bastante elevada y a estas alturas es por lo tanto vulnerable ante cualquier evento negativo. La alta valuación se explica por dos razones:

- práctica de las empresas americanas de compra de sus propias acciones (cuando los empresarios compran sus propias acciones están mucho menos sensitivos a la valoración que un gestor de patrimonio)
- práctica de muchos inversores de invertir en ETFs, es decir se invierte en productos indexados con el objetivo de comprar un producto al menor coste posible en vez de comprar acciones individuales con una valoración adecuada

Es por ello que seguimos manteniendo una exposición a la renta variable del 40 %. En renta fija mantenemos la exposición a una cartera de bonos en varias monedas, emitidos por emisores de primera calidad. Al haber evitado monedas en países débiles y una diversificación adecuada la cartera está dando unos resultados muy positivos en su conjunto. Creemos que con este mixto de valores y monedas la cartera siga produciendo buenos resultados.

Bad Homburg, 4 de abril de 2017

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH