

Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

53 Valores de Renta Variable:	61 %
30 Valores de Renta Fija:	27 %
Liquidez:	12 %



Rentabilidad desde 6/2011
+42%

Rentabilidad media 3a
+5,63%

Diversificación por Divisas:

EUR:	54 %
USD:	14 %
INR:	6 %
CHF:	3 %
ZAR:	3 %
MXN:	3 %
GBP:	3 %
RUB:	2 %
IDR:	2 %
Otros:	10 %

Principales valores:

BHP:	3,3 %
Unilever:	3,2 %
Johnson:	2,9 %
Roche:	2,7 %
BMW:	2,2 %
IBM:	2,5 %
Aalberts:	2 %
Allianz:	2 %
Aalberts:	1,8 %
Komatsu:	1,7 %

Composición por países:

- renta variable -	
Alemania:	24 %
EE.UU.:	11 %
Países Bajos:	6 %
Sur Europa:	5 %
Suiza:	4 %
UK:	3 %
Suecia:	2 %
Noruega:	1 %
Hongkong:	1 %

Ratio de Sharpe
0,56

Volatilidad 3 años
10,66%

Máxima caída 4 años
25,3%

Informe de mercado - Agosto de 2016

- China mantiene el vigor de la economía al juzgar por el mejor comportamiento de los dos PMI.
- El desglose del PIB de las economías de Alemania, Francia e Italia revela grandes diferencias en la composición del PIB.
- Recuperación del mercado del automóvil en EE.UU..
- Primeras estimaciones del PIB del tercer trimestre en EE.UU. sugieren un crecimiento de casi el 3 % (tasa intertrimestral anualizada).
- Mercado laboral en EE.UU. con menor dinámica de lo esperado, reduciendo la probabilidad de una subida de tipos en el mes de septiembre.

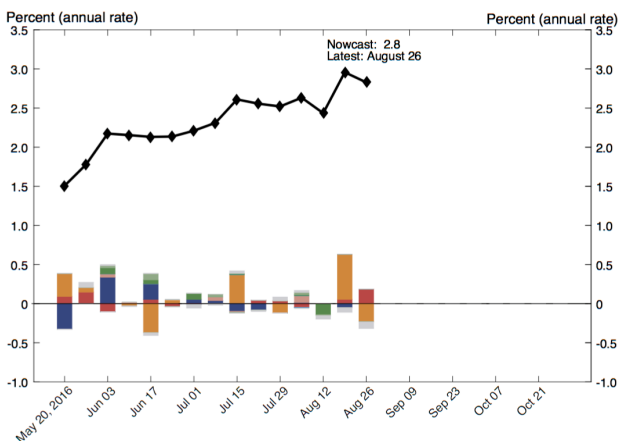
General

La evolución de las bolsas en agosto ha sido positiva aunque faltaban impulsos fuertes de las empresas después del fin de la temporada de los resultados empresariales. Por otro lado, los datos económicos en EE.UU. han tenido una buena acogida mientras en Japón los datos algo peores dejaron un margen para pensar en una posible bajada de los tipos más adelante. La idea de un posible recorte de la producción del crudo después de la reunión de la OPEP (aunque nadie realmente lo cree) y la relativa estabilidad del dólar actuaron también como soporte para las bolsas. Quizá las bolsas no necesitan un impulso especial ya que los tipos negativos suponen por sí solo un estímulo. Cada día vencen depósitos, obligaciones y otros instrumentos financieros que los inversores deben re-invertir. Suponiendo que al menos una parte de estos vencimientos encuentra su destino final en la renta variable resulta un soporte para los mercados financieros.

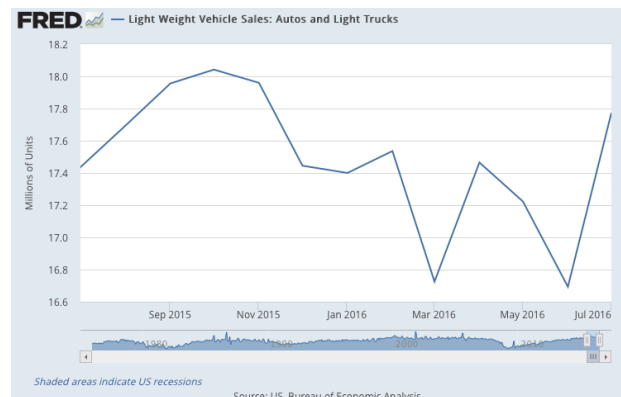
Análisis macro-económico

EE.UU.

La debilidad del PIB en el segundo trimestre de este año ha dado paso rápidamente a un mayor optimismo para el tercer trimestre. Conforme salieron nuevos datos económicos los analistas subieron su pronóstico para el tercer trimestre. Esta mejora continua se aprecia muy bien en llamado GDPnow que calculan por separado el Federal Reserve Bank de Atlanta y de Nueva York (se trata de un pronóstico continuo en función de los datos nuevos que van apareciendo). El gráfico abajo recoge la evolución tal como la calcula la Reserva Federal de Nueva York. Por cierto, el 2,8 % se refiere al crecimiento intertrimestral anualizado. Según este modelo cada nuevo dato es interpretado como un nuevo portador al pronóstico e incorporado en la estimación. La aportación de cada uno de los datos nuevos los muestran las barras en el gráfico. Se ve que ha sido el sector manufacturero (barra naranja) y el sector de la vivienda (barra roja) que más aportaron al crecimiento.



Se observa también una recuperación fuerte en el sector automovilístico que últimamente registró una debilidad bastante acusada. Esta recuperación coincide con el alza del tráfico ferroviario de este sector que esta semana registra el mayor aumento en los últimos años.



El buen comportamiento de los dos sectores claves como es el de la vivienda y del automóvil sirven como soporte para el mercado laboral cuyos efectos positivos se trasladan también al consumo. Según las encuestas sobre la confianza del consumidor vemos que el consumidor se siente cómodo, en gran medida debido a la baja inflación y los tipos bajos.

En estas últimas semanas abundaban las ponderaciones sobre cuándo y si la Reserva Federal iba a subir los tipos de interés. Después del resultado del mercado laboral este pasado viernes queda bastante probable que la Fed no suba los tipos ya en septiembre. La creación de 155.000 nuevos puestos de trabajo es un buen resultado, pero no da lugar a una nueva dinámica que sugiere adelantar la subida de los tipos. Más aun, el aumento de los salarios perdió dinámica al subir en tasa interanual un 2,4 %, es decir por debajo de la subida máxima del 2,5 % en meses anteriores. El aplazamiento de la subida de los tipos tiene un efecto favorable en las monedas de los países emergentes, pero debilita el dólar frente al euro. En resumen, nos encontramos con un mundo con tipos muy bajos, pero sin embargo con una economía que mantiene cierto vigor.

Europa

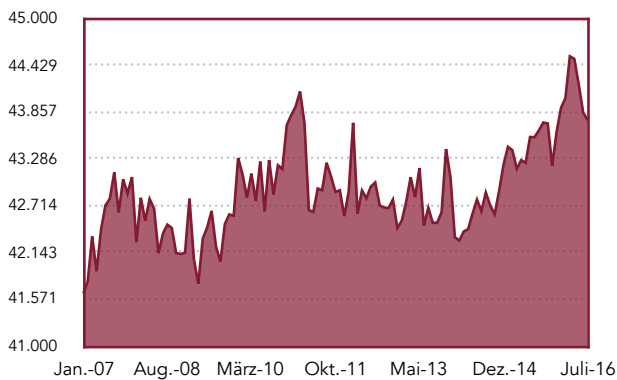
Después del primer avance del PIB en la zona euro a principios del mes, se publicaron al final del mes también los detalles del PIB en varios países que nos permiten un mejor análisis de las fuentes del crecimiento en la zona euro. Centrando nuestro análisis en los países con mayor peso Alemania, Francia e Italia observamos un patrón conocido: En **Alemania** tanto las exportaciones como el consumo mantienen su vigor mientras la inversión en bienes de equipo es más débil. No sorprende que tanto el gasto público en concepto de refugiados como la construcción suponen otro fuerte de la economía. Aunque el consumo es una de las principales fuentes de crecimiento, las tasas de crecimiento no son tan fuertes como se podría esperar (teniendo en cuenta por

ejemplo el aumento de los salarios reales y del número de empleados).

Tanto en Alemania como en **Francia** el sector exterior ha contribuido exactamente un +0,6 % al crecimiento (tasa interanual), pero mientras en Alemania el incremento se debe a la fuerza de las exportaciones, en Francia se debe al descenso de las importaciones! No sorprende que las exportaciones en Francia no tienen más vigor, porque Francia cuenta en la zona euro con los costes salariales más elevados (y es sabido que la sociedad se opone a cualquier reforma)!

El PIB no ha sufrido ninguna variación en el segundo trimestre, pero este resultado malo se debe en gran parte a los inventarios que restaron un 0,7 % al crecimiento (parecido como en EE.UU.) y por ello no hay que exagerar este mal dato. En total, el consumo (+0,1 %) ha sido demasiado débil para arrojar una cifra positiva de crecimiento. Merece destacar que el turismo en Francia ha sufrido un descenso bastante fuerte del 4,8 % (en tasa interanual y expresado en número de noches) y este descenso de alguna forma habrá afectado también al consumo. El descenso ha sido más acusado por parte de extranjeros y en París (menos 12,9 %), a pesar del evento de football europeo. En julio el descenso del consumo ha continuado como muestran las cifras recientes de las ventas minoristas (véase el gráfico abajo que también indica que el descenso se ha producido de niveles elevados en los meses anteriores). Otros datos recientes

Gastos de los hogares en productos del hogar en Francia



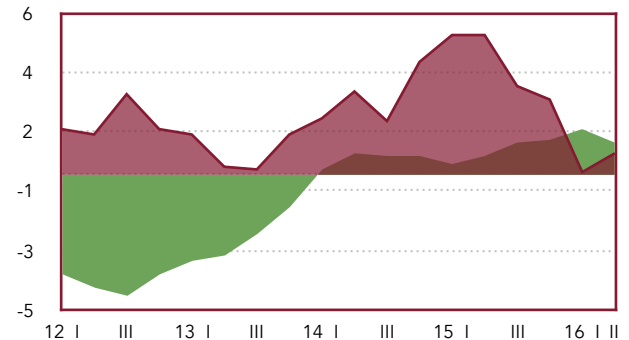
publicados de Insee confirman una cierta desaceleración, pero tampoco apuntan a un descenso más acusado de la actividad económica.

Italia

Al igual que Francia Italia ha publicado una „estabilidad“ del crecimiento el segundo trimestre, es decir, crecimiento cero. El desglose de las fuentes del crecimiento revela que la culpa las tienen las importaciones ya que crecieron un 2,1 % en tasa interanual (todo el contrario de Francia). Las exportaciones por su parte mostraron un pequeña subida, pero insuficiente para arrojar una cifra positiva para el sector exterior (línea roja en el siguiente gráfico).

Los bienes de equipo contribuyeron de forma positiva al crecimiento, pero solo gracias a la construcción y un aumento de bienes de transporte que crecieron un 35,7 % en tasa interanual (el peso de este sector es pequeño,

Exportaciones y consumo privado en Italia (tasa interanual, datos trimestrales)



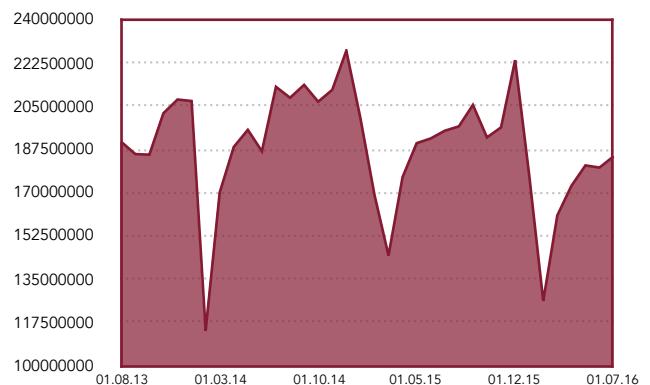
pero dado el incremento fuerte contribuyó al crecimiento). El consumo privado (línea verde) que supone el mayor peso de la actividad económica tampoco da muchas razones para alegría.

Esta vez no menciono **España** porque la prensa española ha cubierto de sobra los detalles de la actividad política.

China

Casi exactamente hace un año la bajada de las exportaciones en China produjo un terremoto en los mercados financieros.

Valor total de las exportaciones en China (datos mensuales en miles de dólares)



Ahora pasado este terremoto observamos que las exportaciones siguen su descenso (véase el gráfico arriba en cuya interpretación hay que tener en cuenta que a principios de año siempre se produce una distorsión por las fiestas en ese período), aunque esta vez no se produce ni un tsunami ni un terremoto. ¿Porqué es así? En primer lugar, consciente de cierta debilidad de la economía, el gobierno está tomando medidas para estimular la actividad económica. Estos estímulos ya están

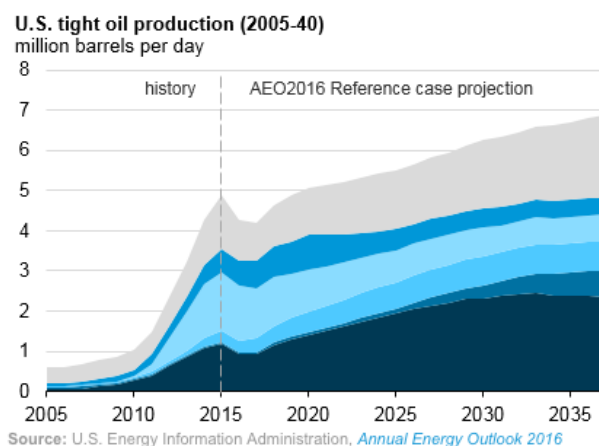
dando frutos y por eso observamos cierta estabilidad de la economía. Por otro lado, el descenso de las exportaciones el año pasado coincidió con el intento inútil del gobierno de controlar los mercados financieros que le costó al gobierno mucha credibilidad. En cuanto al control de la economía el gobierno está actuando de forma más coherente. Los mercados entienden también que la transformación de la economía está produciendo resultados. Otro factor es la recuperación de los precios de las materias primas que quita el temor de que la economía china atraviesa una fase inestable.

China ha adoptado varias iniciativas para promover ciertas industrias o erradicar malas prácticas. El país está promoviendo por ejemplo una red de estaciones de carga eléctrica. Este plan prevé que hasta el 2020 China cuente con 12.000 estaciones y 4,8 millones de polos para abastecer 5 millones de coches (el año pasado solo se vendieron 331.000 unidades, pero con un crecimiento interanual del 240 %).

Entre los indicadores más recientes merece destacar la publicación de los dos índices PMI que se publican cada primer día del mes y que suelen mover los mercados: Esta vez ambos índices resultaron algo mejor de lo esperado y por ello animaron a los mercados internacionales. Con la publicación de estos datos va a prevalecer en los mercados la sensación que los estímulos anteriores en China han sido suficientes para mantener la tasa de crecimiento. En resumen, en el corto plazo desde China podemos esperar tranquilidad para los mercados.

Petróleo

En el mercado del crudo no podemos esperar tanta tranquilidad ya que nos espera la reunión de la OPEP este mes. Por muy importante que sean las expectativas, probablemente el resultado decepciona otra vez y por ello considero mejor centrarse en los datos crudos de los que disponemos. Se trata sobre todo de los datos mensuales acerca de la producción, demanda y los inventarios en EE.UU. y recientemente otra vez - el número de torres de perforación. El aumento del precio del crudo ha desencadenado un aumento de las torres y el mercado teme que este aumento lleva a un aumento de la producción americana. Aunque la correlación no es



tan directa podemos esperar que la perspectiva de un incremento de la producción (ante precios más elevados) frena cualquier posible subida de precios. De hecho, algunas empresas relacionadas con el fracking como por ejemplo Pioneer Natural Resources, Devon Energy y Continental Resources anunciaron que han podido reducir sus costes entre un 25 % y 45 % y por ello su producción será rentable incluso ante unos precios más bajos. De hecho, la IAE ya espera la vuelta a una producción del fracking más alta como se desprende del gráfico abajo.

Mientras los datos sobre la producción son importantes, de igual importancia son los datos de la demanda. Asumiendo que China mantiene tasas elevadas de crecimiento (igual que los otros mercados emergentes) podemos esperar que la demanda siga subiendo tal como lo estima la IEA. Una de las fuentes de esta demanda la constituye el parque automovilístico que se espera crecerá en el 2016 y 2017 un 3 % y 3,4 %, respectivamente.

Evolución del fondo

En el mes de agosto el fondo experimentó una subida subida total del +0,24%.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva): BHP (+0,10%), Komatsu (+0,19%), Fuchs Petrolub (+0,16%) y Corticeira Amorim (+0,14%). Merece destacar que BHP perdió un 10 % desde sus máximos durante el mes.

Los valores con mayor aportación negativa fueron Bristol Myers Squibb (-0,16%), Johnson & Johnson (-0,13%) y Roche (-0,08%). Assa Abloy que los meses anteriores subió bastante después de resultados, perdió en el mes desde máximos un 10 % (la acción tiene un peso del 1,5 % en el fondo).

La mayor aportación positiva por divisas la proporcionaron el peso mejicano y el rublo ruso, ambos con un +0,03% y la mayor aportación negativa la proporcionó el rand sudafricano con un -0,1%.

El precio de la acción de Bristol Myers Squibb se vio especialmente castigado el mes de agosto con un descenso total de aproximadamente el 21%. Este fuerte descenso (a pesar de los buenos resultados publicados en el último informe semestral) se debió a la publicación de un resultado fallido en uno de los procesos de investigación del fármaco Opdivo, como terapia única en el tratamiento de cáncer de pulmón avanzado de células no pequeñas. Aunque este resultado fallido a decepcionado, en concreto el fármaco Opdivo ha demostrado ya un gran éxito en el tratamiento de otros tipos de cáncer. Nosotros seguimos manteniendo la confianza en el futuro desarrollo de tratamientos contra el cáncer a través de la inmuno-oncología donde BMJ es líder en este nicho de mercado.

En su mayoría los resultados de las empresas que componen la cartera del fondo publicaron muy buenos resultados en sus informes semestrales. Entre ellas destaca

mos Corticeira Amorim, Ira Vision, Henkel, MTU, Symrise, etc.

Perspectivas

Desde un punto de vista puramente económico las perspectivas para las bolsas parecen buenas: La economía global sigue creciendo y las empresas ganan dinero como han demostrado los resultados empresariales. Aunque la economía global no crece al ritmo elevado de hace unos años los tipos ultra-bajos compensan esta falta de mayor dinámica. No obstante, hay una sensación de mayor incertidumbre, causado por una serie de problemas diversos:

- los riesgos geopolíticos
- las elecciones presidenciales en EE.UU.
- la valoración elevada de la bolsa americana
- el rendimiento negativo de una gran parte de bonos estatales y corporativos
- la deuda elevada en muchos países europeos y empresas estatales en China
- el efecto incierto del Brexit y la poca sostenibilidad del crecimiento en muchos países (que sigue necesitando estímulos monetarios ante la falta de reformas)

Los tipos negativos reflejan en parte la política de los bancos centrales como resultado de subsanar la crisis financiera del 2008, pero en parte también son consecuencia de cambios estructurales como por ejemplo la bajada de la productividad y el envejecimiento de la población. Ninguno de estos retos estructurales se ofrece a una solución rápida. Por ello lo más probable es que nos enfrentemos todavía durante bastante tiempo a valoraciones elevadas en muchos activos y tipos negativos. Para el inversor esta conclusión supone que se puede dejar llevar por el miedo y mantener depósitos a plazo (las estadísticas de Alemania y España confirman que efectivamente este es el caso ya que al menos la mayor parte del patrimonio líquido se encuentra en estos activos), o el inversor puede optar por una estrategia que incluye al menos una parte en activos más volátiles y aprende a tolerar esta volatilidad más elevada (siempre y cuando encaje con su perfil de riesgo personal).

Al final, se trata de participar en activos productivos, porque es la actividad productiva la que crea un valor añadido y es por ello allí donde se encuentran los mayores rendimientos.

Asunto acerca de Wertefinder

El mes de julio el fondo Renta 4 Wertefinder cumplió 5 años. Al cumplir 5 años Morningstar ha evaluado el fondo y ha otorgado al fondo la máxima calificación de 5 estrellas.

Bad Homburg, 5 de septiembre de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

Wertefinder Vermögensverwaltung GmbH