

Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

53 Valores de Renta Variable:	56 %
30 Valores de Renta Fija:	28 %
Liquidez:	16 %



Rentabilidad desde 6/2011
+43%

Rentabilidad media 3a
+5,18%

Diversificación por Divisas:

EUR:	57 %
USD:	14 %
INR:	6 %
ZAR:	4 %
CHF:	3 %
MXN:	3 %
AUD:	3 %
RUB:	2 %
IDR:	2 %
Otros:	6 %

Principales valores:

Unilever:	2,7 %
Roche:	2,7 %
Johnson:	2,4 %
BMW:	2 %
Komatsu:	1,8 %
Aalberts:	1,8 %
Elring Klinger:	1,7 %
Allianz:	1,6 %
Corticera:	1,6 %
Recordati:	1,5 %

Composición por países:

- renta variable -	
Alemania:	25 %
EE.UU.:	19 %
Sur Europa:	6 %
Suiza:	6 %
Países Bajos:	6 %
Japan:	3 %
Noruega:	2 %
Hong Kong:	1 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe
0,67

Volatilidad 3 años
10,67%

Máxima caída 4 años
25,3%

Informe de mercado - Septiembre de 2016

- Los PMIs en China señalan una continuación de un crecimiento moderado
- En China se observa cada vez más una burbuja en mercado inmobiliario
- Matriculas de coches en Europa con descenso
- El PIB en Francia revisado a la baja para el segundo trimestre.
- Mayor aportación del sector de I+D en EE.UU. al PIB en los últimos 30 años
- Consumo privado en EE.UU. apoyado por un mercado laboral firme
- Puestos abiertos de trabajo se mantienen a nivel muy alto en EE.UU.

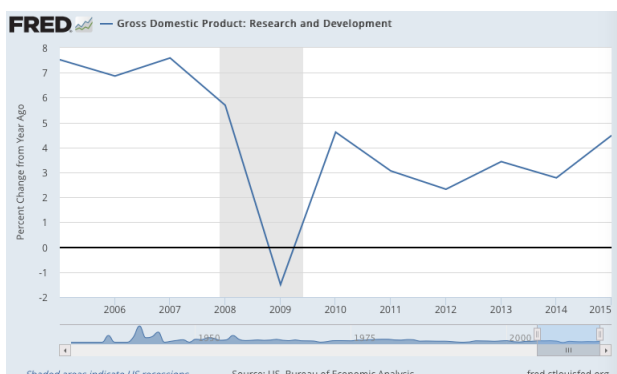
General

La evolución de las bolsas en septiembre se ha caracterizado por la incertidumbre en relación con dos eventos importantes, la reunión de la Reserva Federal sobre los tipos y la reunión de la OPEP. No obstante, los retos para las bolsas no acabaron con estos dos eventos porque se ha añadido la incertidumbre sobre quién va a ser el próximo presidente en EE.UU.. Y poco antes de acabar el mes las bolsas tuvieron que enfrentar las dudas sobre la solvencia del Deutsche Bank que trajo consigo pérdidas incluso en la bolsa americana. Solo de Asia no hubo noticias importantes que afectaron a las bolsas. Al final, el desenlace de todos los acontecimientos ha sido negativo y las bolsas acabaron el mes con bajadas. De cara a los próximos meses nos esperan con las elecciones presidenciales en noviembre en EE.UU. y el referéndum en diciembre en Italia sobre la reforma constitucional también importantes acontecimientos.

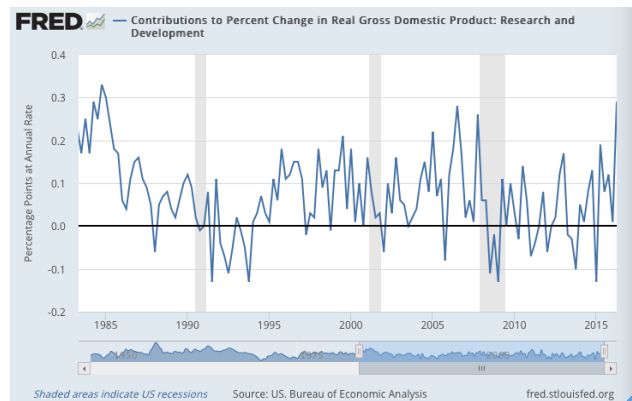
Análisis macro-económico

EE.UU.

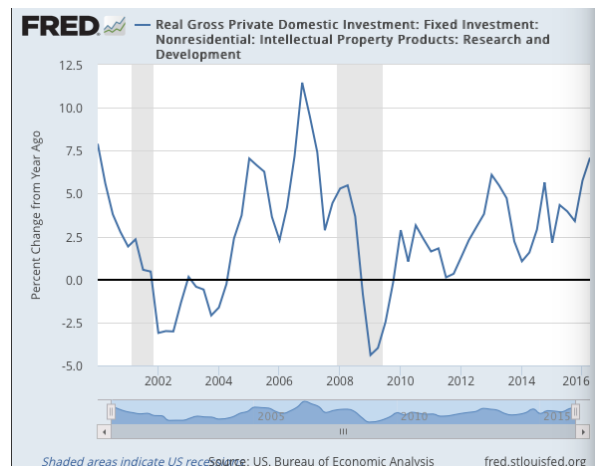
A finales de septiembre se publicó la tercera revisión del PIB del segundo trimestre en EE.UU.. A estas alturas ya no interesa a muchos analistas y menos a los mercados, pero merece la pena destacar que el crecimiento se ha revisado al alza. El alza proviene de las inversiones y de las exportaciones de forma que ahora ambos sectores han tenido una contribución positiva al PIB. De hecho, al analizar la composición del PIB americano se nota que el sector residencial va perdiendo peso mientras sobre todo las inversiones en **investigación** crecen a un ritmo mayor (véase el gráfico abajo que muestra la aceleración de la tasa de crecimiento de las inversiones). Este aumento es significativo a la hora cuando en general las inversiones bajan por la debilidad del sector energético.



Más significativo es, sin embargo, que no solamente crecen las inversiones sino su aportación al crecimiento del PIB en EE.UU. ha alcanzado el segundo trimestre la mayor cifra desde 30 años (véase el gráfico abajo), es decir el efecto conjunto del peso de este sector y la tasa de crecimiento ha tenido una aportación muy positiva. Se habla mucho del descenso de la productividad en EE.UU. y en todo el mundo, pero la dinámica de la investigación en EE.UU. no es consistente con esta pro-



ocupación. Quizá el fenómeno del descenso de la productividad tiene que ver algo con los problemas de medir correctamente los avances tecnológicos aportados por el internet. Otro dato que corrobora la dinámica de la investigación es el crecimiento de los derechos de propiedad intelectual (véase el gráfico abajo).



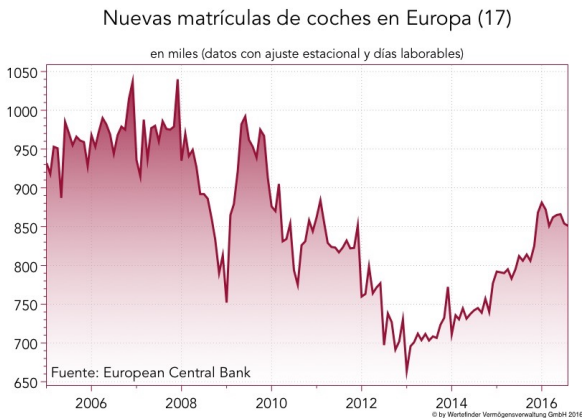
Los datos más recientes del llamado GDPnow de los bancos federales de Atlanta y Nueva York señalan una fuerte recuperación del crecimiento en el tercer trimestre. No obstante, conforme que vayan saliendo nuevos indicadores el pronóstico de un alza hasta un 3 % se va revisando a la baja. Sobre todo los sectores claves de la vivienda y del automóvil muestran menos vigor. El consumo, sin embargo, se mantiene fuerte ya que crecen tanto el empleo y los salarios. Ante este fondo la economía tiene un buen respaldo, pero quizá no tan fuerte para provocar la Reserva Federal de subir los tipos este año. No olvidemos además, que tan solo en enero/febrero de este año muchos analistas temían incluso una recesión. Con el simple argumento que el auge económico de este ciclo ya tiene una edad avanzada y pronto tiene que acabar (o como dicen en inglés: „economic upswings die of old age“).

En resumen, la economía americana dispone de potencial de seguir creciendo a un ritmo moderado y más sostenible ya que tanto el mercado laboral como la inversión muestran signos positivos. Los sectores claves de la vivienda y del automóvil muestran una desaceleración

pero es de suponer que el factor demográfico lleva tarde o temprano a una actividad más dinámica.

Europa

Si tomamos como referencia para el crecimiento en Europa los PMIs publicados por Markit, se puede constatar que el crecimiento continua aunque a un ritmo bastante débil. El menor vigor de la economía europea viene reflejado también en las nuevas matrículas de coches que desde principios de año descienden (véase el gráfico abajo).



Según Markit en **Francia** los servicios han sido muy fuertes, mientras el sector manufacturero se encuentra en estancación. Los datos de INSEE, no obstante, contrastan con la mejora de los servicios ya que tanto los empresarios como los hogares no muestran un aumento de su confianza. El PIB para el segundo trimestre en Francia se ha revisado a la baja y ahora se sitúa con el -0,1 % en territorio negativo (impulsado, sin embargo, por el efecto de los inventarios el cual puede revertirse). En **Alemania**, el índice IFO ha sorprendido por un alza del 106,3 al 109,5 contra todos los pronósticos. Este incremento sorprende tanto más porque en julio las exportaciones sufrieron una bajada del 10 % (la última cifra disponible que no hay que sobreestimar, porque las tasas interanuales de un mes suelen ser volátiles). Quizá es el consumo privado que explica el optimismo de los empresarios encuestados en el IFO: Al menos las ventas minoritarias siguen creciendo a un ritmo anual del 2,2 % los primeros ocho meses del año. Por sectores merece destacar que se observa un crecimiento alto tanto en ventas y empleo en el sector de comunicaciones y tecnología de la información.

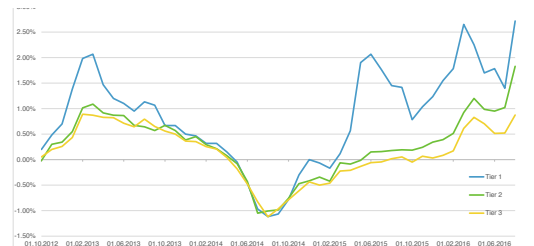
En **Italia** recibimos este lunes más detalles sobre la composición del PIB del segundo trimestre. Los datos muestran que en tasa interanual la renta disponible creció un 2,8 % mientras el consumo final solo aumentó un 1,2 %. Como resultado la tasa de ahorro se incrementó 1,4 puntos porcentuales al 9,6 % (es decir, muy parecido a las tasas de ahorro de Alemania y de España). Parece así que el menor ritmo del consumo es reflejo de la menor confianza debido a las incertidumbres.

China

La gran sorpresa los últimos meses es la casi ausencia de noticias (malas) sobre China. Cuando los datos entran según lo esperado muchos medios de comunicación pierden el interés porque es más fácil „vender“ noticias sensacionalistas como ocurrió a principios de año. Efectivamente, los indicadores económicos en China confirman cierta estabilidad. Parece que los estímulos adoptados antes todavía tienen un efecto.

¿De qué datos hablamos? En primer lugar, cada primer día del mes se publica el PMI oficial que suele atraer mucha atención. Este 1 de octubre se sitúa un poco al alza y junto con el PMI de Caixin/Markit ambos indicadores confirman una cierta mejora del sector manufacturero y de servicios. Los estímulos se trasladan no solo a la infraestructura sino también a la venta de coches. Las ventas de coches subieron este año un 6 %, estimulados por la introducción de ventajas fiscales el año pasado (que probablemente no se reanuda el próximo año). El mercado inmobiliario que explica alrededor del 15 % del PIB es también fuerte, al menos en lo que se refiere a los precios de la vivienda. Como muestra el gráfico abajo, los precios han alcanzado el mes pasado un nuevo máximo y se trata ya de una burbuja. Suben sobre todo los precios en las grandes ciudades (los llamados „first tier“), mientras las ciudades de menor rango suben de manera mucho más moderada. No obstante, la subida de precios se va trasladando también a este sector. Se

Evolución mensual de los precios de la vivienda en China



estima que un 30 % de las compras son de naturaleza especulativa.

Con el menor atractivo de la bolsa los chinos utilizan la vivienda como una alternativa al ahorro. La situación en China no es comparable con la de EE.UU. en 2008 porque la mayor parte de los fondos para la compra de una casa proviene de fondos propios, es decir el grado de apalancamiento es mucho menor. No obstante, la evolución de los precios de la vivienda es una gran preocupación para el gobierno que ya va tomando varias medidas en las grandes ciudades para frenar las subidas.

Otros indicadores de la economía china son mixtos: Mientras las ventas minoristas crecen a un ritmo por enci-

ma del 10 %, varios indicadores del transporte (por ejemplo freight-ton-kilometers) indican un crecimiento de solo un 2 %. Parece que en China las compras online crecen también fuertemente como en EE.UU. y Alemania, porque el indicador de express delivery muestra un crecimiento anual del más del 50 %.

En resumen, la economía China se sigue beneficiando de los estímulos, pero hay que observar la evolución del sector del consumo privado y servicios una vez que el efecto positivo de los estímulos pierde fuerza.

Petróleo

En septiembre los precios del petróleo han estado influenciados sobre todo por la reunión de la OPEP y mucho menos por los datos que salieron sobre la oferta y demanda del petróleo. Al final la OPEP acordó una reducción de la producción aunque falta por aclarar los detalles, es decir, qué país recorta por cuánto la producción. Como consecuencia del acuerdo de la OPEP el precio del crudo subió un 5 % aquel día, seguido de más subidas en los días posteriores. El precio encontró también soporte por las caídas de los inventarios en EE.UU. que eran mayor de los esperado para esta época del año.

Evolución del fondo

En el mes de septiembre el fondo no experimentó ningún cambio hasta finales del mes.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva) Isra Vision (+0,23%), South 32 (+0,16%), Corticeira Amorim (+0,16%) y Zalando (+0,07%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron Schaltbau (-0,16%) y Johnson & Johnson (-0,06%).

La mayor aportación positiva por divisas la proporcionó el Rand sudafricano con un +0,14% y la mayor aportación negativa la proporcionó el peso mejicano con un -0,15%.

Perspectivas

El cúmulo de diferentes acontecimientos en el corto plazo y los riesgos geopolíticos dificultan para muchos inversores la decisión cómo invertir sus activos. La actuación futura de los bancos centrales en EE.UU., Europa y Japón aumenta también la incertidumbre porque en algún momento hay que reducir la enorme liquidez para evitar que los efectos positivos de la política monetaria se mermen por los efectos cada vez más negativos.

A pesar de estas incertidumbres hay tendencias en la economía global que son a la vez sostenibles y tienen potencial de crecimiento. Me refiero no solamente al cambio del consumidor (preferencia de online-shopping) y nuevos fármacos, sino también al avance de nuevas tecnologías en muchos ámbitos de la vida cotidiana. En este sentido, los datos en EE.UU. sobre la creciente aportación de la tecnología en el PIB son una razón para optimismo en un mundo incierto. Son tendencias que tomamos en cuenta en la composición de la cartera.

Bad Homburg, 5 de octubre de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH