

## Fondo global mixto con gestión de valor



### Diversificación por tipo de activo:

52 Valores de Renta Variable:	56 %
30 Valores de Renta Fija:	30 %
Liquidez:	14 %



Rentabilidad desde 6/2011  
**+43%**

Rentabilidad media 5a  
**+7,37%**

### Diversificación por Divisas:

EUR:	52 %
USD:	17 %
INR:	7 %
ZAR:	4 %
CHF:	3 %
MXN:	3 %
AUD:	3 %
RUB:	2 %
IDR:	2 %
Otros:	6 %

### Principales valores:

Roche:	2,8 %
Johnson:	2,3 %
BMW:	2,3 %
Unilever:	2,2 %
Allianz:	1,9 %
Illumina:	1,8 %
Aalberts:	1,8 %
KSB:	1,7 %
Corticeira:	1,6 %
BASF:	1,6 %

### Composición por países:

- renta variable -

Alemania:	23 %
EE.UU.:	13 %
Sur Europa:	7 %
Suiza:	4 %
Países Bajos:	4 %
Japan:	1 %
Noruega:	1 %
Hong Kong:	1 %
Suecia:	1 %

Ratio de Sharpe  
**0,67**

Volatilidad 3 años  
**10,69%**

Máxima caída 4 años  
**25,3%**

## Informe de mercado - Octubre de 2016

- PIB en la zona euro +0,3 % en el trimestre, +1,6 % en el año
- Los PMIs (manufacturero y de servicios) en China sorprenden por otro alza
- La burbuja en el mercado inmobiliario en China parece haber tocado fin
- Matriculas de coches en Europa con un fuerte alza en septiembre
- El PIB en Francia sube solo por los inventarios.
- Fuerte incremento de las exportaciones en el PIB en EE.UU.
- Esperanza en Alemania muestra fuerte mejora de las exportaciones
- Producción de petróleo con leve alza las últimas semanas en EE.UU.

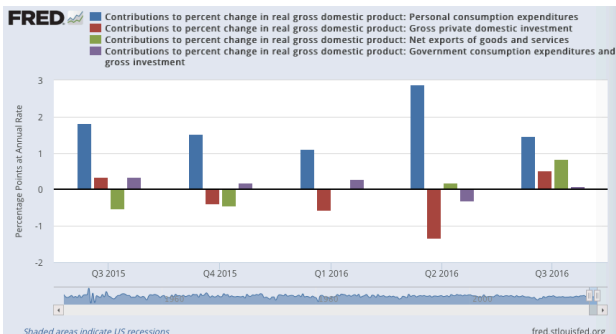
## General

Se suele decir que el mes de octubre es el mes con más probabilidad para caídas fuertes en las bolsas y por ello hay analistas que aconsejan mucha prudencia. No olvidemos que fue precisamente en octubre del 1987 cuando se produjo la mayor caída diaria del Dow Jones, cayendo el 19 de octubre un 22 % (según mis cálculos de la Extreme Value Theory un evento que solo ocurre una vez en 100 años, así que estamos a salvo ahora ...). Este mes la prudencia ha sido un mal consejo y al menos el DAX se ha comportado bastante bien y por primera vez desde inicios del año ha tenido una rentabilidad positiva. El mejor comportamiento de las bolsas fue motivado por una serie de acontecimientos, menos incertidumbre en relación en las elecciones americanas y un dólar más fuerte. Además, hemos tenido cierto apoyo por los resultados empresariales de las empresas.

## Análisis macro-económico

### EE.UU.

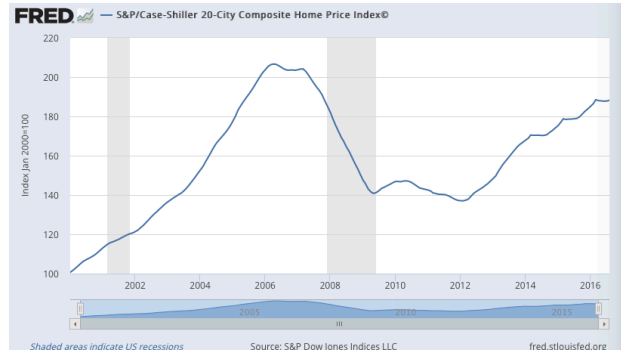
En estos días la probabilidad de una subida de tipos por la Reserva Federal aumenta continuamente. No obstante, el incremento de esta probabilidad contrasta con cierta debilidad de los sectores claves de la economía doméstica. Efectivamente, las últimas semanas observamos más bien una desaceleración del ritmo de crecimiento. No obstante, la primera estimación del PIB publicado el pasado viernes ha sorprendido al alza con un



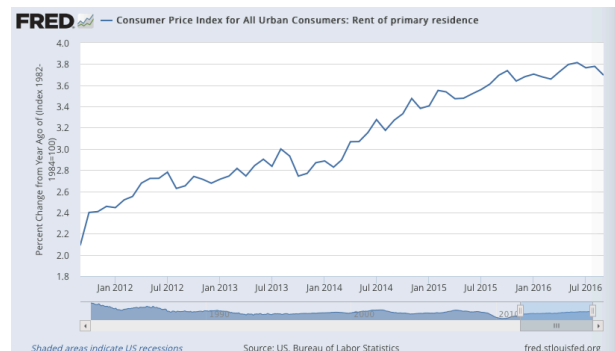
2,9 % anualizado (se sitúa así muy por encima de los pronósticos de la Reserva Federal de Atlanta y Nueva York que solo esperaban un crecimiento alrededor del 2,1 %). El buen resultado se debe en gran parte al comportamiento de las exportaciones que aumentaron a una tasa anualizada del 10 % (aportando un 0,83 % a la estimación crecimiento total anualizado del 2,9 % como muestra el gráfico arriba). El grueso del crecimiento proviene como siempre del consumo privado, seguido por un giro positivo con aumento de los inventarios que el trimestre pasado restaron una gran parte del crecimiento. El crecimiento en el sector exterior se debe en parte a una recuperación de las débiles exportaciones en los meses pasados (y la exportación de la soja debido a malas cosechas en Argentina y Brasil).

Como era de esperar por los datos mensuales del sector de la vivienda, la inversión en este sector aportó de for-

ma negativa. El descenso del vigor de estos sectores proviene por un lado del sector clave de la vivienda. Desde hace ya algunos meses observamos una estancación en este sector. Se ha estancado también la subida de precios como muestra el gráfico de Shiller abajo. Esta estancación puede sorprender porque ante el escenario de tipos bajos y el empuje demográfico lo lógico era



esperar una continuación de nuevas subidas. Parece que la razón para el descenso del vigor radica en los altos precios que dificultan la compra de una vivienda para un número cada vez mayor de los americanos.

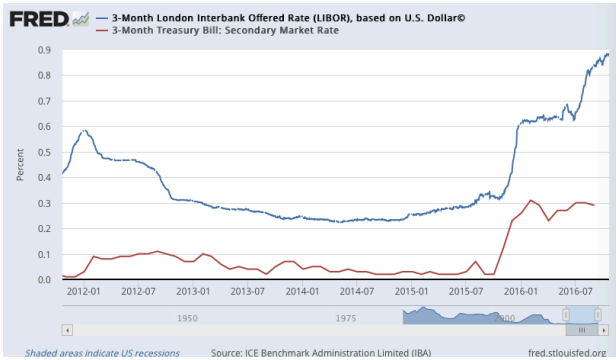


Se observa una desaceleración no solamente por parte de los compradores sino también por parte del alquiler. Como muestra el gráfico arriba la subida de los alquileres está igualmente descendiendo de su máximo (de mantenerse los alquileres, sería una evolución importante porque dejará más dinero en los bolsillos de los consumidores).

Por otro lado, los salarios siguen subiendo al ritmo del 2,6 % y estos datos confirman la capacidad de gasto del consumidor. El sector manufacturero muestra también signos de una mejora como muestra la subida del índice ISM (este índice se considera como un indicador muy importante y su subida en muchos componentes refleja probablemente la recuperación de las materias primas y precios energéticos).

En resumen, la economía americana sigue creciendo a un ritmo sano, pero con una desaceleración en sectores claves. Es posible que ante esta situación la Reserva Federal suba los tipos pero de ningún modo es una certeza, los mismos miembros de la Reserva Federal muestran una gran inseguridad respecto a la necesidad de subir los tipos, en parte también como consecuencia del

entorno mundial inestable. En todo caso, el mercado ya ha descontado una subida en diciembre como muestra la evolución del Libor a 3 meses (véase el gráfico abajo). En el gráfico observamos también que el margen entre Libor y los T-Bills (el llamado diferencial TED) se ha extendido bastante. Los analistas no coinciden hasta qué grado refleja factores técnicos o un deterioro de la liquidez y el asumido deterioro de la calidad crediticia de los bancos.



## Europa

Ayer Eurostat publicó que el crecimiento del PIB en la zona euro subió un 0,3 % con respecto al trimestre anterior y un 1,6 % con respecto al año anterior. El ritmo de crecimiento se mantuvo de esta manera al mismo nivel que en el pasado trimestre. Se trata de una primera estimación („flash estimate“) para que en la zona euro tengamos datos sobre el PIB al mismo tiempo que en EE.UU.. Salvo España y Francia los demás países importantes todavía no han publicado un „flash estimate“. Otros datos en los países individuales ponen de relieve las diferencias en la composición del crecimiento.

En cuanto al sector clave en Europa, el sector automovilístico, merece destacar que en septiembre se produjo una subida significativa de las nuevas matriculas (véase el gráfico abajo y los gráficos de algunos países individuales).

Nuevas matriculas de coches en Europa (17)



Al contrario de Alemania en esta época del año en **Francia** ya disponemos del resultado del PIB del tercer trimestre. Después del - 0,1 % el segundo trimestre se registró una subida del 0,2 %. Como siempre hay que

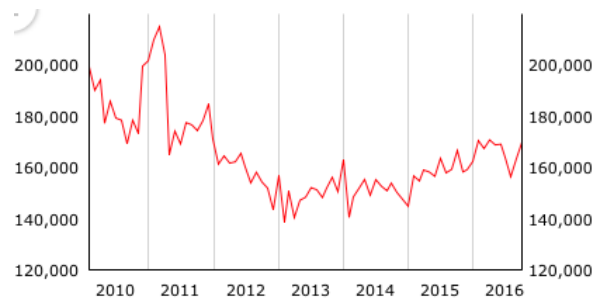
analizar los componentes de este incremento para entender su significado: El incremento este trimestre se debe principalmente a un giro positivo de los inventarios que incrementaron un 0,6 % después de haber sufrido el trimestre pasado un descenso del 0,8 %! El consumo privado se mantiene sin vigor y en los últimos cuatro trimestres no ha subido, salvo el primer trimestre cuando subió un 1,1%. Merece destacar que el sector exterior en Francia ha aportado en los cuatro trimestres pasados un resultado negativo, salvo el trimestre pasado cuando subió por el descenso de las importaciones. Aunque las exportaciones han subido el último trimestre un 0,6 %, esta subida ha sido insuficiente para compensar el efecto de una subida fuerte del 2,2 % de las importaciones. El incremento de las exportaciones parece que ha influido también en las mejores expectativas para la economía francesa en el mes de octubre. Según Markit el PMI ha subido a un nuevo máximo desde hace los últimos 10 meses. Según la agencia de estadística Insee los hogares se sienten también en una situación algo mejor, casi alcanzando los máximos de principios del año (véase el gráfico abajo).

Données CVS, indicateur normalisé de moyenne 100 et d'écart-type 10



Source : Insee

Del lado de las inversiones tampoco hay mucha alegría porque han descendido un 0,3 % en cada uno de los dos trimestres pasados. Solo por la inversión pública se ha evitado un resultado negativo de las inversiones. No obstante, incluso en Francia se ha registrado un incremento de las matriculas de coches como muestra el gráfico abajo.



France - Car registration, New passe...->

En **Alemania**, el índice IFO ha sorprendido por segunda vez con un alza. El optimismo se basa sobre todo en la

mejora de las expectativas de las exportaciones. Como muestra el gráfico abajo, este componente sufrió el incremento más acusado desde febrero del 2013.



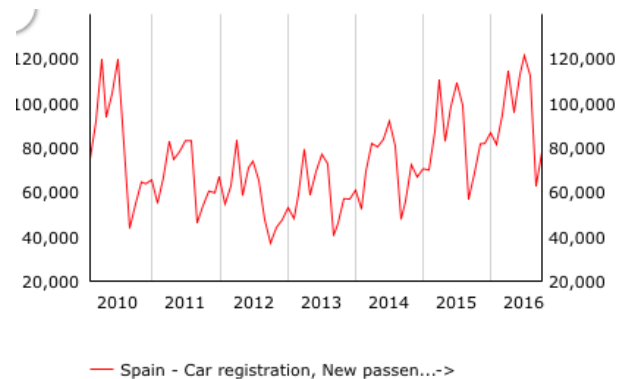
Merece destacar que en julio las exportaciones sufrieron una bajada del 10 %, pero luego en agosto se recuperaron. Por ello es significativo que los empresarios alemanes esperan una mejora, posiblemente a raíz de la recuperación de las materias primas que para muchos países emergentes constituye una mejora de su capacidad del gasto.

Las ventas al por menor sufrieron mes a mes un descenso del 1,4 % y el ritmo de crecimiento se desaceleró también en tasa anual al 0,4 %. No obstante, el mes pasado incrementaron un 3,8 % y el promedio de estos dos meses refleja el ritmo subyacente del 2,1 % observado durante los primeros nueve meses. Sería prematuro sacar de la debilidad de septiembre conclusiones de un descenso del vigor del consumo privado. El incremento de los salarios y de las pensiones, unido al aumento del número de los empleados no sugiere una debilidad. De hecho, las ventas de automóviles subieron fuertemente igual que en el resto de Europa (véase el gráfico abajo).

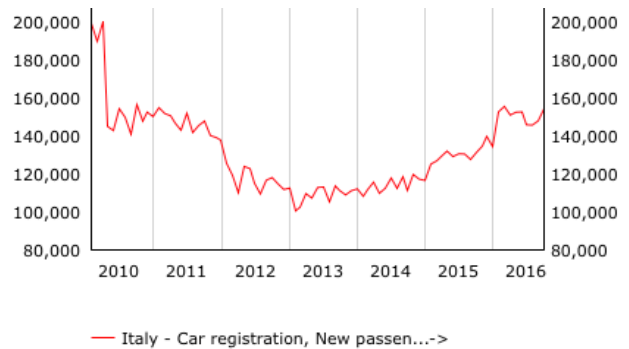


En **Italia** la confianza de los consumidores se sitúa en octubre un poco por debajo del mes anterior, al 108 frente al 108,6 en septiembre. Mientras tanto la confianza de los empresarios subió levemente del 101,2 al 102,4. Junto con los datos de las ventas al por menor (un pequeño descenso en agosto) y el incremento de la

tasa de ahorro el pasado trimestre parece que los consumidores en Italia están menos optimistas que los empresarios. No obstante, igual que en muchos otros países europeos las nuevas matrículas de coches se están recuperando (véase el gráfico abajo).



El número de nuevas matrículas ha descendido fuertemente solo en España, debido al fin de los estímulos del plan PIVE (véase el gráfico abajo).



Más importante para España es sin duda que el nuevo gobierno mantenga una política económica que reactive la confianza de empresarios y particulares.

En resumen, el crecimiento en la zona euro se caracteriza por un crecimiento desequilibrado por países, pero con unas tasas positivas. No obstante, el crecimiento carece de vigor para reducir la deuda estatal y reducir el alto desempleo (o de forma muy lenta como en España y Francia y con dudas sobre la calidad de los puestos de trabajo creados). En cuanto a la política monetaria, es cada vez más dudoso si los efectos positivos superan los efectos negativos.

## China

Cada primer día del mes en China se publican los llamados PMIs (Purchasing Manager Índices) que suelen mover los mercados ese día. Se publica por un lado el PMI oficial (que cubre sobre todas las empresas grandes estatales) y el PMI privado de Caixin/Markit que cubre sobre todo las empresas medianas. Anteayer ambos índices sorprendieron por un alza que señala que el sector manufacturero mantiene su vigor (faltan todavía los PMIs del sector de servicios que aclaran el estado del consumo). La mejora de los PMIs está en consonancia con

otros datos del sector manufacturero como por ejemplo los datos del transporte.

El PMI de servicios (que se publicó hoy y se suele publicar unos pocos después del PMI manufacturero) aumentó también y se situó en máximos del año. Se observa en los sub-componentes de estos índices y otros indicadores que la subida de las materias primas ha tenido un impacto positivo.

Otros datos en China en octubre han sido mixtos. Mientras en algunos ámbitos se observa una mejora (por ejemplo el indicador „freight-ton-kilometers“ en el transporte), en otras áreas se nota un descenso: Sobre todo las exportaciones sufrieron una caída muy brusca, retrocediendo de un mes a otro un 10 %. La tasa acumulada (que abarca varios meses) oscila los últimos meses entre el menos 7 % y menos 9 % y confirma que el mes de septiembre no ha sido una aberración. El mercado inmobiliario ha estado en el punto de mira de las autoridades por sus subidas de precios exorbitantes. En septiembre se observaron otra vez subidas muy fuertes en las primeros y segundos sectores de ciudades („first and second tier“). En este sentido merece destacar que la oficina estadística por primera vez ha publicado incluso la evolución de precios a mitad del mes y así esta publicación temprana subraya la preocupación del gobierno! Efectivamente, estos datos a mitad de mes muestran caídas de precios en las ciudades principales del país. Parece así que las medidas adoptadas por las autoridades de frenar los excesos están surgiendo efecto.

Parece que la mejora del sector manufacturero y del sector de la vivienda se ha trasladado igualmente al sector del consumo: Las ventas minoristas subieron otra vez por encima del 10 % (en términos nominales) y el 9,6% en términos reales e incluso el ritmo de crecimiento aumentó en una décima. El buen comportamiento de las ventas minoristas se explica en parte por las subidas de los salarios reales que aumentaron más de un 6 %, tanto para los trabajadores urbanos como rurales (antes había un desfase entre estos dos grupos en favor de los trabajadores rurales).

Al analizar estas cifras hay que tener en cuenta que gran parte de la mejora se debe a los estímulos del gobierno, la subida de las materias primas y la especulación en el mercado de la vivienda (las ventas minoristas del mueble y de la decoración por ejemplo subieron un 13,9 % y 15,4 %, respectivamente en los primeros 9 meses del año). Aunque el peso de estos dos últimos componentes no es muy elevado (solo el 2 %) demuestra la dinámica en el sector inmobiliario. Más importante ha sido por peso el sector automovilístico (su peso asciende al 12 %) donde las ventas en los primeros nueve meses subieron un 9,1 % (impulsado por estímulos del gobierno). El cambio de la estructura de la economía queda patente por el incremento muy fuerte de las compras a través de Internet que subieron al ritmo del 25,1 % en los primeros nueve meses y ascienden ya a más del 10 % del total de las ventas minoristas.

## Materias primas

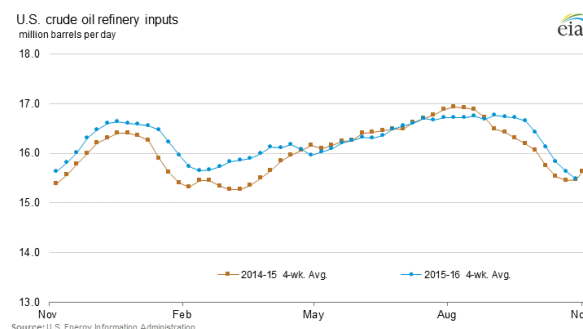
### Petróleo

En octubre los precios del petróleo no sufrieron grandes cambios aunque la tendencia ha sido hacia la baja por dudas de que los países exportadores de petróleo realmente consiguen enfriar la producción en los niveles actuales (o cualquier otro nivel que se fije). Efectivamente, Rusia por ejemplo ha aumentado su producción a máximos históricos, quizá para entrar en la discusión a niveles más elevados.

Los datos de la producción en EE.UU. señalan una leve subida las tres últimas semanas (se mantiene a los niveles de agosto y desde entonces la bajada que observamos antes se ha estancado), igual que los torres de perforación que tampoco auguran buenas noticias para el precio del crudo en el caso de que no se llegue a un acuerdo.

Merece destacar que la demanda en EE.UU. (véase el gráfico sobre los „refinery inputs“ como indicador de la demanda abajo) ha perdido vigor con respecto al año anterior que a su vez ha llevado a una acumulación de los inventarios mayor de lo que se esperaba.

Crude oil refinery inputs (million barrels per day)



En el corto plazo la evolución dependerá por lo tanto de la reunión de la OPEP a finales de noviembre pero también del conjunto de la producción y demanda en EE.UU..

Según un reciente comunicado de la International Energy Agency (IEA) la inversión energética global ha sufrido en 2015 un descenso del 8 %. Esta reducción llevará tarde o temprano a tensiones en la producción ya que la demanda de petróleo sigue subiendo. Efectivamente, la U.S. Energy Information Administration espera un aumento de la demanda global de petróleo de 95,33 millones de barriles/día a 96,67 millones de barriles/día. Se espera que solo en la segunda mitad del 2017 la demanda supere la producción.

Se está intensificando la discusión cómo afectará el empuje del coche eléctrico a la demanda del crudo. Es temprano hacer pronósticos fidedignas sobre una nueva tecnología a largo plazo, pero la intensidad de esta discusión corrobora la tesis de que el impacto puede ser significativo con vista al año 2025 (algunos analistas esperan una bajada de hasta 2 millones de barriles diarios). Esta tesis lo confirman los planes de fabricantes

como Daimler y Volkswagen que prevén un aumento significativo del peso del coche eléctrico. Volkswagen recientemente por ejemplo constató que en 2025 esperan que de cada cuatro coches en las nuevas ventas uno sea eléctrico.

### Minerales

Durante los primeros meses del año había temor de que China iba a importar menos materias primas debido al descenso del ritmo de crecimiento del sector manufacturero. Este temor ya infundido es contrastado con las cifras publicadas por China que confirman un incremento fuerte de las importaciones: En concreto, la importación de crudo subieron en los primeros 9 meses del año un 14 %, la de cobre un 11,8 % y la de mineral de hierro un 9,1 %. No obstante, estas cifras sorprenden, porque son muy por encima del crecimiento del sector manufacturero y del incremento del transporte. Al menos en cuanto al petróleo se explica el crecimiento por la acumulación de reservas.

### Evolución del fondo

Aunque muchas empresas de la cartera y de nuestro universo han publicado buenos resultados, no siempre estos buenos resultados se trasladaron en subidas de las cotizaciones. Este comportamiento se debió a veces a las perspectivas menos ciertas y/o a la valoración donde ya estaban descontados los buenos resultados. Un caso especial es la empresa de Roche que estos días ha alcanzado nuevos mínimos en dos años. Roche sigue reportando buenos resultados en su negocio pero la cotización quedó penalizada por la incertidumbre del mercado de productos farmacéuticos después de las elecciones americanas. Roche, junto con Bristol Myers Squibb y Merck están en la vanguardia del desarrollo de los nuevos fármacos de la inmunooncología y pensamos mantener nuestra inversión en estas empresas ya que sus resultados justifican y compensan cualquier incertidumbre en relación a la evolución del mercado americano.

De cara a la mayor incertidumbre tanto de las materias primas como las elecciones americanas redujimos a principios del mes de octubre la exposición a la renta variable en 3 puntos. Las ventas afectaron sobre todo empresas relacionadas con el sector automovilístico.

En el mes de Octubre el fondo experimentó una ligera subida del +0,2%.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva) Allianz (+0,19%), BMW (+0,16%), BASF (+0,12%) y MTU (+0,11%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron Illumina (-0,38%), Unilever (-0,14%) y Recordati (-0,14%)

La mayor aportación positiva por divisas la proporcionó el dólar americano con un +0,36%, el peso mexicano con un +0,18% y el rand sudafricano con un +0,16% y la mayor aportación negativa la proporcionó el yen con un -0,01%.

## Perspectivas

Aunque las incertidumbres siguen siendo una constante y dificultan sobre todo el „timing“ de cualquier inversión en renta variable y renta fija, es verdad que el empuje de las nuevas tecnologías también sigue siendo una constante. En vez de centrarse en los riesgos inherentes de la inversión financiera, creemos que hay que centrarse con igual vigor en las **oportunidades**! Mientras los riesgos saltan a la vista, es mucho más difícil discernir las oportunidades que surgen en función de la emergencia de las nuevas tecnologías. Quizá el mejor ejemplo que subraya esta dificultad es en el sector automovilístico donde ni está claro que (1) con qué rapidez se introduce el coche eléctrico, ni (2) qué tipo de batería sustituye al motor de combustión, e incluso (3) hay la posibilidad que en vez de los acumuladores prevalezcan las pilas de combustible.

Al contrario, en el sector de la salud, parece que las nuevas terapias de la inmunooncología siguen su avance a nivel global, aplicándose a cada vez más campos de terapia. Aun así, el modo de actuación de los diferentes fabricantes principales (Bristol Myers Squibb, Merck y Roche) varía y otras técnicas como la terapia CAR (chimeric antigen receptor) prometen también avances en la cura de muchas enfermedades (de la que se pueden beneficiarse algunas pequeñas empresas del sector de la biotecnología). Una verdadera revolución cabe esperar una vez que se pueda fabricar el grafeno a escala industrial. Sus aplicaciones se trasladarán a muchos campos y sectores de la economía, incluyendo los super condensadores que a su vez facilitarán el empleo de acumuladores en el coche eléctrico. Robots y AI son campos prometedoras, pero no se ofrecen fácilmente para la inversión porque muchas empresas no cotizan en bolsa. La realidad virtual, otro campo que se está desarrollando a gran velocidad gracias al aumento de la capacidad de los procesadores y que con un enorme ámbito de aplicaciones, esta teniendo de cada vez más aceptación en el mercado. La difusión del Internet en la vida particular y de las empresas conlleva nuevos retos en torno a la seguridad de datos, conexiones, etc. y ofrece también oportunidades para la inversión. Todos los datos en EE.UU., Alemania y China (véase mi comentario arriba sobre el tema) muestran que la compra a través de Internet sigue cambiando no solamente nuestro modo de compra sino también el rostro de muchas ciudades y canales de distribución.

En resumen, el inversor debe estar atento a los cambios en la sociedad y economía, porque incluso empresas anteriormente sólidas pueden desaparecer rápidamente, igual que nuevas empresas surgen presentando nuevas oportunidades.

Bad Homburg, 3 de noviembre de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH