

Fondo global mixto con gestión de valor



Diversificación por tipo de activo:

53 Valores de Renta Variable:	50 %
30 Valores de Renta Fija:	31 %
Liquidez:	19 %



Rentabilidad desde 6/2011
+43%

Rentabilidad media 5a
+7,53%

Diversificación por Divisas:

EUR:	55 %
USD:	15 %
INR:	7 %
ZAR:	4 %
MXN:	3 %
AUD:	3 %
CHF:	2 %
RUB:	2 %
IDR:	2 %
Otros:	7 %

Principales valores:

Roche:	2,2 %
BMW:	2,0 %
Illumina:	1,9 %
Allianz:	1,8 %
Unilever:	1,7 %
Aalberts:	1,6 %
Johnson:	1,5 %
Recordati:	1,5 %
BASF:	1,5 %
Corticeira:	1,4 %

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
0,44

Volatilidad 3 años
10,74%

Máxima caída 4 años
25,3%

Informe de mercado - Noviembre de 2016

- PIB en EE.UU. revisado al alza por el consumo privado
- Los PMIs (manufacturero y de servicios) en China mantienen su alza
- La burbuja en el mercado inmobiliario en China ha tocado fin
- Italia registra un incremento del PIB del 0,3 % trimestral, pero solo el 1 % interanual, quedando 7 % por debajo del nivel ante-crisis
- PMIs en Europa con alza
- Continua la rotación de sectores en las bolsas americanas

General

El comportamiento de las bolsas después de las elecciones presidenciales en EE.UU. y el referéndum en Italia ha puesto una vez más de relieve la importancia de dos consejos para el inversor: (1) No entrar en pánico y (2) mantener una diversificación razonable por países, sectores y empresas. La elección de Trump ha cambiado el panorama bursátil en pocas horas de forma bastante rotunda y era imposible de antemano predecir todos los movimientos. Al final el mercado optó por creer la retórica de Trump y los sectores que más se beneficiaron eran aquellos que se van a beneficiar de las inversiones en infraestructura y de partes del sector energético (por su plan de fomentar el carbón se beneficiaron por ejemplo las empresas del ferrocarril). El nuevo énfasis a la deuda dio alas al sector financiero.

Aparte de los cambios en los sectores producidos por Trump observamos la semana pasada una rotación entre los sectores de energía y tecnología. Esta rotación fue provocada por el alza fuerte de precio del petróleo y la anterior fuerte subida del sector tecnológico. En el sector tecnológico hubo los últimos meses una ola de actividad F&A que contribuyó sobre todo a un alza del sub-índice de semiconductores en el S&P.

En Europa y sobre todo el DAX se produjo también un alza de las bolsas, pero mucho menor de lo que cabía esperar en vista del fuerte auge del dólar. Parece que las ideas de Trump de re-considerar el comercio internacional de EE.UU. pesaban sobre las bolsas, igual que la incertidumbre del referéndum en Italia. Merece destacar que el DAX por ejemplo desde agosto no consigue superar la barrera de la cotización de finales del año. Por otro lado, las empresas del DAX siguen incrementando sus beneficios y así esperamos que tarde o temprano se producirá una subida más significativa. El DAX suele correlacionar con el dólar y la falta de este seguimiento implica que se está produciendo una prima de riesgo.

Análisis macro-económico

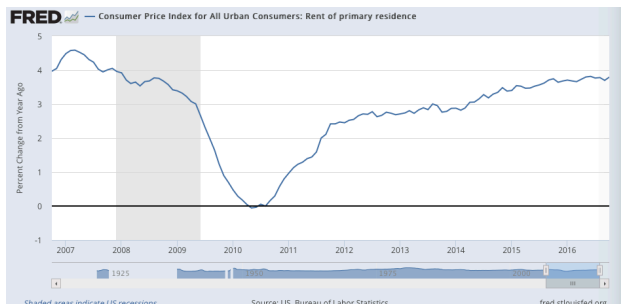
EE.UU.

Después de la victoria de Trump hay que re-considerar las perspectivas de la economía americana. En primer lugar merece destacar que la economía ya antes de las elecciones se mostraba en una forma confortable. El desglose del crecimiento del PIB pone de relieve que el consumo mantiene su vigor (se ha incluso revisado al alza el consumo en la segunda estimación del PIB). De cara a la fuerza del mercado laboral y el incremento paulatino de los salarios es de esperar que el consumidor mantiene su ritmo de gastos.

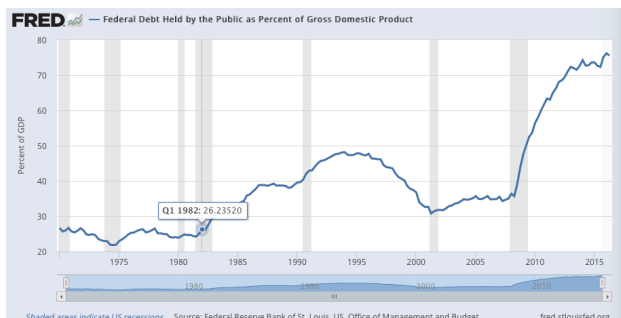
¿Qué cambio supone la llegada del nuevo presidente para la economía? Es prematuro hacer un pronóstico detenido, pero algunos rasgos parecen claros: En general va haber una tendencia hacia el sector doméstico en detrimento del sector exterior. El sector exterior nunca ha sido muy significativo para el conjunto de la economía y por ello tampoco cabe esperar un gran cambio. Tampoco está claro si Trump realmente puede reforzar la

producción del carbón y del „fracking“. Porque de aumentar más la producción del petróleo los precios volverían a bajar y la exploración sería menos rentable (al menos hasta que los costes de la exploración bajaran más).

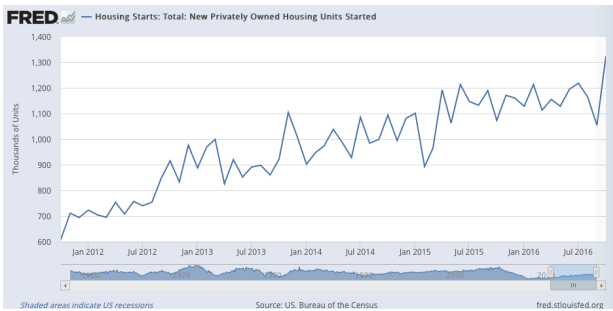
Lo que parece más probable es la inversión en infraestructura con el fin de crear empleos. No obstante, el mercado laboral ya ahora cuenta con signos de escasez y cualquier demanda adicional incrementaría los salarios (y a la vez los gastos de las empresas). Más aun, si el nuevo presidente realmente realiza su plan de reducir el número de inmigrantes. Una cierta presión inflacional se está observando desde hace ya tiempo en los alquileres (véase el gráfico sobre la evolución de los alquileres).



Es probable que el aumento de gastos y la bajada de los impuestos lleve a un incremento del déficit del presupuesto. No obstante, el margen de maniobra del nuevo presidente no es infinito, porque ya ahora EE.UU. cuenta con una deuda alta (véase en el gráfico abajo el desarrollo de la deuda). El 75 % está muy por encima del 60 % que se estableció en su momento con la UE (las cifras en la prensa del 105 % de deuda abarca toda la deuda del estado aunque la cifra comparable con el déficit presupuestario de gobierno central es el 75 %).



En un escenario de un aumento de los costes laborales y de un aumento de la deuda la Reserva Federal probablemente suba los tipos varias veces, un escenario que tienen implicaciones también para los sectores: Generalmente el sector de la vivienda es sensible a cualquier subida de los tipos. Este sector sufrió desde verano del 2015 un estancamiento y solo hubo un recuperación el mes pasado (véase el gráfico abajo). Aunque el sector de la vivienda es un sector clave de la economía con múltiples ramificaciones a otras industrias (transporte,



muebles, hogar, etc.), su posible bajada o nuevo estancamiento se vería sobreponderada por el auge de gastos en materia de infraestructura.

En resumen, con la llegada de Trump probablemente experimentamos la vuelta a un mayor crecimiento, pero un crecimiento que afectará a los diferentes sectores de la economía de forma distinta, debido al conjunto de varios efectos: Aumento de salarios, aumento de tipos y posiblemente aumento del dólar. Ante esta incertidumbre preferimos invertir en aquellos sectores que cuentan con una demanda sostenible por fuerzas ajenas a los programas de Trump. Se trata sobre todo de los sectores de la tecnología y de la salud. La importancia del sector de la tecnología queda patente por su alto peso en el índice S&P donde explica alrededor del 20 %.

Los tipos del Libor a tres meses ya han experimentado una subida muy fuerte y con ello el diferencial con los tipos europeos se ha ampliado. Esta ampliación del diferencial mantiene la moneda americana más atractiva.



Europa

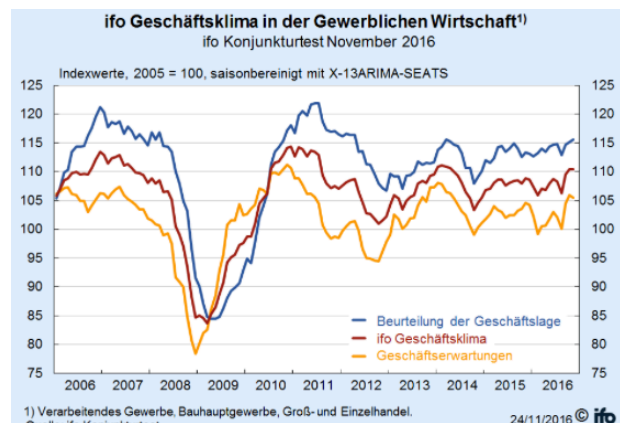
Ante la falta de datos más duros sobre el PIB en noviembre los mercados se centran en la encuesta sobre los PMIs (Purchasing Manager Index) de los varios países en Europa. Este dato salido el 1 de diciembre señala una mejora de las condiciones de la producción manufacturera. En muchos países europeos se registró un máximo de muchos meses, salvo Francia donde el índice registró una leve bajada. Los datos de noviembre proporcionaron evidencia firme de que la **debilidad del euro** está actuando como un estímulo significativo al sector manufacturero. Del lado positivo notamos también que los créditos en la zona euro cobran más fuerza: El ritmo de crecimiento subió incluso en octubre del 2 % al 2,1 % en tasa interanual, pero este mensaje de optimismo reflejado por los PMIs y el crédito no es consistente con algunos datos sobre la confianza de los pro-

ductores y de los consumidores en los países individuales. Por países el panorama se presenta de otra forma:

Alemania como país exportador debería beneficiarse de sobra de la debilidad del euro. Si fuera así deberíamos notar este optimismo en la encuesta llevado a cabo por el instituto Ifo en Alemania. Sin embargo, como ilustra el gráfico abajo los exportadores se sienten menos optimistas por el aumento de la incertidumbre después de la victoria de Trump. Este descenso del optimismo afectó a todas las industrias salvo la industria de la maquinaria.



El Ifo publica cada mes su importante índice de la evaluación de los empresarios (que correlaciona muy bien con el PIB alemán). Por su importancia he copiado en este lugar el original de la publicación que muestra que los empresarios alemanes evalúan bien tanto su situación



actual como sus expectativas. La encuesta se llevó a cabo después de las elecciones y por lo tanto se observa que al contrario de las exportaciones el estado general de la economía no se espera un impacto.

Sin embargo, las buenas expectativas de los empresarios no se ve realmente reflejadas en el consumo alemán. Ante el fondo de una bajada continúa del desempleo y un crecimiento de los salarios reales y pensiones sustanciales, lo lógico era esperar un aumento significativo del consumo. El consumo sigue creciendo, pero a un ritmo bastante moderado. Al menos en lo que se refiere a las ventas minoristas que en los primeros nueve meses solo subieron un 1,8 % en tasa interanual (las ventas minoristas solo cubren alrededor de un tercio del consumo pri-

vado total pero sirven como un indicador de referencia). Quizá este incremento moderado se explica por el alza de los alquileres (que explica también alrededor de un tercio del consumo privado porque solo aproximadamente el 46 % de los alemanes vive en un piso de propiedad) que merma el poder adquisitivo.

Aunque la inversión en bienes de equipo deja que de-sear, aumentan las inversiones residenciales. En resumen, Alemania crece por debajo de sus posibilidades, pero se trata de un crecimiento bastante estable ante el fondo de una economía balanceada. Es prematuro hacer pronósticos cómo las tendencias de digitalización y movilidad eléctrica cambiarán el panorama económico alemán. Está claro que Alemania se enfrenta a un gran reto ya que la industria automovilística tienen un peso grande en la economía.

La segunda revisión del PIB del tercer trimestre en **Francia** se quedó sin cambios al situarse al +0,2 % con respecto al trimestre anterior. Ha cambiado, sin embargo, la calidad del crecimiento porque un mayor parte ahora proviene de los inventarios y una menor parte de las exportaciones. El consumo privado crece al mismo ritmo que en Alemania que muestra una vez más que Alemania no explota su potencial porque Alemania dispone de un fundamento más fuerte para el consumo. Además, el consumo en Francia se ha visto afectado por los atentados que impactaron en el turismo de forma significativa.

De cara al referéndum en **Italia** la confianza de los consumidores y empresarios no ha cambiado de forma sustancial y ambos índices quedaron en noviembre casi a sus niveles anteriores. El desglose del PIB para el tercer trimestre que se publicó el 1 de diciembre revela que parte de la mejora (el PIB creció un 0,3 % con respecto al trimestre anterior, pero solo el 1 % con respecto al año anterior) proviene de bienes de transporte (un apartado que se publica por separado en la contabilidad italiana y que registró una subida del 33 % con respecto al año anterior. Aunque su peso es muy pequeño la fuerte subida contribuyó de forma notable al crecimiento final). El sector exterior ha tenido una contribución negativa igual que en Francia y pone de relieve los retos que enfrenta Italia en mejorar la estructura de su economía, más aun cuando el nivel del PIB se encuentra un 7 % por debajo de su nivel antes de la crisis financiera del 2008/2009. El bajo índice de natalidad del solo 1,27 de los ciudadanos de origen italiano subraya los problemas de la futura sociedad.

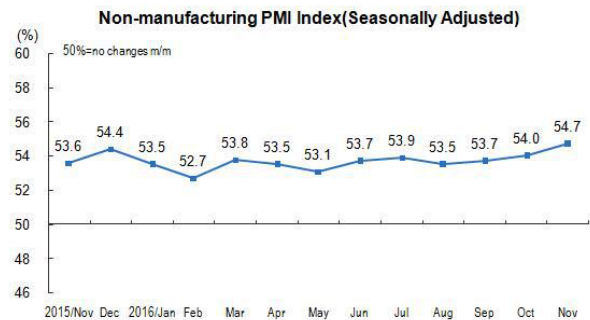
En el referéndum los italianos han dado un claro mensaje, quizá más de protesta que de oposición a la reforma. La incertidumbre política que ahora empieza no es algo nuevo para el país y por ello las consecuencias económicas no serán catastróficas, pero tampoco cabe esperar la vuelta al bienestar de las décadas atrás.

En resumen, el crecimiento en la zona euro se caracteriza por un crecimiento moderado, pero insuficiente para impulsar el nivel del bienestar por encima de los niveles de antes de la crisis financiera en muchos países. Ante este fondo de crecimiento moderado los problemas de

distribución de la renta cobran más intensidad y queda por ver cómo esta evolución afecta a las elecciones el año que viene en Francia y Alemania. En todo caso, este escenario permite solo pasos muy pequeños a la hora de que el BCE endurezca su política monetaria. Ni Italia ni España pueden aguantar una subida de tipos, aunque la subida de tipos ya ha empezado en Italia para los bonos a largo plazo.

China

A principios de mes los mercados suelen moverse muchas veces por la publicación de los PMIs en China. Este mes el buen resultado, sin embargo, casi no se ha comentado porque otros eventos como por ejemplo el referéndum en Italia mantuvieron los mercados en guardia. En línea con los estímulos del gobierno los PMIs siguen su rumbo alcista, que se traslada no solo al sector sino también al sector de servicios (véase el gráfico abajo que muestra la evolución del índice de servicios oficial de la China Federation of Logistics and Purchasing



(CFLP). Este índice abarca sobre todo las empresas grandes. Por sectores merece destacar que el incremento de los precios de la vivienda ha llegado a su fin después de haber llegado a una verdadera burbuja. En vista de los riesgos que provienen de estas subidas la oficina de estadística china ha llegado incluso a publicar la evolución de los precios en las llamadas ciudades „first tier“ (es decir las ciudades principales) al ritmo bi-semanal. El análisis de la evolución de estas ciudades muestra que en casi todas se ha registrado una leve bajada en la última quincena de octubre. De esta forma las medidas adoptadas por los distintos gobiernos municipales están alcanzando el efecto deseado. Acorde con el incremento de los precios de la vivienda ha subido también la inversión en bienes inmobiliarios. El ritmo de crecimiento ha subido incluso del 5,8 % al 6,8 % en los primeros nueve meses (o sea cerca del crecimiento del PIB). No obstante, un potencial freno de la demanda de la vivienda afectaría al crecimiento porque este sector explica alrededor del 15 % de la economía. El gobierno enfrenta por lo tanto mantener un crecimiento adecuado en el sector sin tolerar una burbuja de precios. Para esto es importante canalizar correctamente el empuje continuo de los trabajadores rurales hacia las ciudades, una evolución que se inscribe con el objetivo oficial del gobierno de aumentar el índice de la urbanización al 60 % hasta el 2020.

En el corto plazo otro reto proviene del frente de EE.UU. donde el nuevo gobierno debe pronunciarse sobre su futura política de comercio.

Materias primas

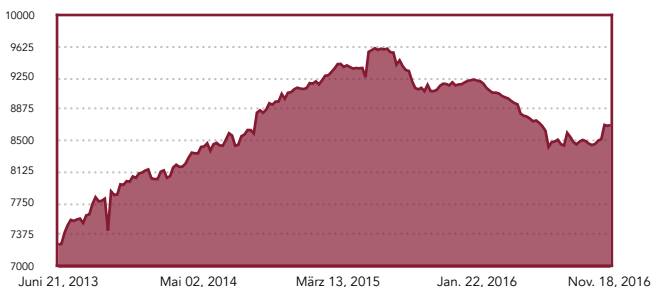
Petróleo

En noviembre los precios del petróleo sufrieron una verdadera montaña rusa alrededor de la reunión de la OPEP. Al final los productores acordaron por primera vez desde 2008 un recorte de la producción que catapultó el precio durante dos días seguidos un 8 % cada día. No obstante, una cosa es lo acordado y otra cosa es si realmente los productores implementan los recortes acordados.

Las perspectivas del precio a medio plazo dependerán no solo de estos recortes de la producción sino sobre todo de la producción fuera de la OPEP y la demanda. Sobre todo la producción en EE.UU. puede experimentar un nuevo auge si el nuevo presidente realmente logra reforzar el „fracking“ (que no es del todo cierto). Ya ahora se observa un breve aumento de la producción, motivado por el alza de precios y el descenso de los costes (véase el gráfico abajo para la evolución de la producción en EE.UU.).

A largo plazo la demanda puede sufrir por la introducción de cada vez más coches eléctricos. Recuerden que alrededor del 40 % de la demanda de petróleo proviene del automóvil.

Producción de crudo (en miles de barriles diarios)



Evolución del fondo

Después de unas fuertes subidas vendimos los valores Parker Hannifin, Wabtec y Teledyne.

En total en el mes de Noviembre el fondo experimentó una ligera subida del +0,05%.

Los valores con mayor aportación al fondo fueron los siguientes (en orden de aportación positiva) Bristol Myers Squibb (+0,19%), Komatsu (+0,12%), Allianz (+0,10%).

Los valores con mayor aportación negativa fueron Corticeira Amorim (-0,20%), Leoni (-0,10%) y Symrise (-0,09%).

La mayor aportación positiva por divisas la proporcionó el dólar americano con un +0,46% y la mayor aportación negativa la proporcionó el peso mexicano con un -0,19%.

Perspectivas

Los últimos datos macroeconómicos de las grandes economías de EE.UU., Europa y China han tenido un fondo positivo: En EE.UU. se ha revisado el PIB al alza, en Europa el alza del dólar mejora las perspectivas de las exportaciones y en China los PMIs confirmaron un estado estable de la economía. Claro, nos queda la incertidumbre sobre la futura política económica en EE.UU., sobre todo en materia del comercio, pero lo más cierto es que el crecimiento en EE.UU. reciba otro empuje. Si los tipos suben a raíz de una aceleración de la economía americana esto afectaría a muchos países emergentes. Pero por el otro lado, la demanda se incrementaría también y por ello es prematuro predecir qué efecto prevalece en resumidas cuentas.

Al final el crecimiento moderado de la economía global se trasladará en un aumento de los resultados empresariales de los que tarde o temprano se beneficiarán las cotizaciones en la bolsa.

Independiente del ciclo económico con sus dudas sobre el crecimiento y las incertidumbres políticas se está produciendo un fuerte empuje en el sector tecnológico! En estos momentos varias tecnologías claves se encuentran en el umbral de su introducción. Una vez que se introducen estas nuevas tecnologías cambiarán el panorama de muchas aplicaciones. ¿De qué tecnologías hablamos? Se trata por una lado de la llamada „extreme ultraviolet lithography“ (EUV) y por otro lado del nuevo standard del internet 5 G cuya introducción está previsto para el 2019. Ambas tecnologías son un requisito previo para más avances en el Internet de las Cosas, la digitalización y los campos alrededor de la movilidad.

La tecnología del EUV es extremadamente compleja y se considera muy superior a cualquier tecnología. Esta tecnología se está desarrollando desde hace ya varios años y en el proceso ha habido varios contratiempos. Su introducción se espera también para los años 2018/2019.

Otro sector independiente de los ciclos económicos es el sector de la salud donde han surgido nuevos desarrollos sobre todo en los campos de la genética y la inmunooncología.

En Wertefinder observamos de muy cerca estas evoluciones y con la caída del sector tecnológico la semana pasada se están presentando oportunidades de compra para compañías que se encuentran en la vanguardia de las nuevas tendencias.

Bad Homburg, 5 de diciembre de 2016

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH