

First Eagle Amundi International Fund

Primer
trimestre
2016

■ Análisis de mercados

Durante el primer trimestre de 2016, el índice MSCI *World* cedió un 0,36%, mientras que en Estados Unidos el índice S&P 500 se revalorizó un 1,35%. En Europa, el alemán DAX cayó un 3,07% y el índice CAC 40 francés retrocedió un 0,80%. En Japón, el índice Nikkei cayó un 5,76% durante el mismo período. El crudo subió un 3,51% hasta los 38,34 \$ el barril, y el oro se apreció un 16,40% hasta los 1.234,20\$ la onza. El dólar de Estados Unidos se depreció un 7,03% frente al yen y un 4,90% frente al euro.

El primer trimestre de 2016 se resume con dos contextos de mercado muy diferentes: una fase de corrección en la primera mitad seguida de una fase alcista muy intensa en la segunda. Desde hace varios años, nos viene preocupando los experimentos de política monetaria realizados por los Bancos Centrales en respuesta a la Crisis Financiera Global – los programas de relajación monetaria (QE) y, más recientemente, los tipos de interés negativos – que han incrementado la deuda global de la economía mundial hasta unos niveles, en nuestra opinión, insostenibles. En la primera mitad del último trimestre, advertimos ciertos signos de que se había iniciado finalmente el necesario proceso de desapalancamiento. Las acciones de los bancos europeos cayeron en picado, negociándose en algún caso por debajo de sus mínimos de 2008. Las divisas defensivas, como el yen japonés, empezaron a apreciarse, así como el oro y las acciones de las compañías mineras.

¿Qué ocurrió después? A mediados del primer trimestre, los Bancos Centrales actuaron contra las caídas en los mercados bursátiles aplicando las mismas medidas experimentales. El Banco Central Europeo rebajó aún más los tipos de interés, ya en territorio negativo; el Banco de Japón inició una fase de tipos de interés negativos, y el chino se comprometió a incrementar la oferta monetaria a tasas de dos dígitos en su próximo plan quinquenal. Por último, la Fed puso en suspenso el proceso de endurecimiento de su política monetaria.

Los Bancos Centrales iniciaron una fase de tipos de interés cero como una respuesta cíclica a la Crisis Financiera Global, aunque casi ocho años después siguen aplicando la misma política – intensificándola, de hecho –. En la segunda mitad del último trimestre, los mercados de acciones respondieron de forma favorable a las nuevas inyecciones de liquidez, pero las economías mundiales siguen sin realizar avances en materia de los ajustes estructurales que precisan. Los gobernadores de los Bancos Centrales de todo el mundo parecen obstinados en intentar luchar contra la deuda con más deuda. Y si los Bancos Centrales actúan así en una fase no recesional de la economía mundial, ¿qué harán cuando se produzca la próxima recesión? ¿Cuál será el próximo nivel de experimentación?

En un contexto en el cual se ciernen esta clase de inquietudes sobre los mercados, encontramos oportunidades en cuatro áreas:

- *Selección de valores individuales* – En vez de intentar encontrar compañías con un alto potencial de crecimiento, buscamos negocios sólidos y con capacidad para generar flujos de caja libres de forma sostenible y unas valoraciones conservadoras en términos de BAIT o de valor de reposición.
- *Efectivo y activos líquidos equivalentes* – Aunque la rentabilidad real del efectivo (return on cash) está actualmente bajo presión, si somos capaces de fijar posiciones en efectivo y activos líquidos equivalentes en períodos de crisis de mercado, podremos obtener una rentabilidad real con estos activos a lo largo del ciclo.
- *Divisas* – La fortaleza del dólar puede crear oportunidades de diversificación en algunas de nuestras posiciones en efectivo y activos equivalentes. En nuestra opinión, algunas economías con un nivel de endeudamiento no excesivo pueden ser capaces de mantener los tipos de interés reales ofrecidos por su deuda soberana, combinado con lo que consideramos un “margen de seguridad” en la cotización de sus divisas.
- *Oro* – Desde la ruptura del acuerdo de Bretton Woods, el oro ha generado una rentabilidad real atractiva – considerando ciclos largos. La oferta *per cápita* de oro se ha mantenido relativamente constante durante este período, y a medida que las economías han ido creciendo en términos nominales, también lo ha hecho el precio de equilibrio del oro. Aunque no tratamos de predecir el precio del oro, somos conscientes de las restricciones de oferta: se han descubierto escasos yacimientos durante los últimos años, la cantidad de metal contenida en las minas se está reduciendo en muchas de las minas existentes y muchas de las grandes compañías mineras están reduciendo su producción. Una de las desventajas del oro ha sido siempre que no ofrecía ninguna rentabilidad, pero en estos momentos la mayoría de la deuda soberana mundial tampoco ofrece mucha rentabilidad. En el actual contexto de incertidumbre geopolítica, caracterizado por un nivel excesivo de endeudamiento público y una posible experimentación adicional en materia de política monetaria, consideramos que el oro puede constituir una valiosa cobertura potencial frente a situaciones extremas de mercado.

■ Análisis de cartera

Durante el primer trimestre, el fondo *First Eagle Amundi International Fund* registró importantes rentabilidades absolutas, superando además al índice *MSCI World*.

Nuestras posiciones en activos relacionados con el oro, incluyendo los Certificados Negociables en Bolsa (Exchange Trade Certificates) diseñados para intentar replicar el precio del lingote y las acciones de compañías mineras, tales como Barrick Gold y Newcrest Mining, han representado la principal contribución a la rentabilidad trimestral del fondo. El oro se apreció fuertemente a medida que el mercado de valores caía en la primera mitad del trimestre.

Oracle y Weyerhaeuser también contribuyeron positivamente a la rentabilidad trimestral. Oracle ha sufrido una fase de transición para implementar la entrega basada en la nube de sus licencias de *software*. Sus ingresos anticipados se redujeron durante las primeras etapas de esta transición, pero los ingresos recurrentes podrían potencialmente compensar este déficit. En el primer trimestre, creemos que el mercado empezó a pensar que así sería finalmente. La compañía se ha convertido en uno de los principales actores en el ámbito del *software* en la nube, y está obteniendo resultados relativamente buenos en comparación con sus competidores. A principios del primer trimestre, Weyerhaeuser se fusionó con Plum Creek Timber, otra de nuestras mayores posiciones en el sector de los bosques. Los valores relacionados con las materias primas pasaban en esos momentos por una fase de debilidad, y el bajo precio de la acción de Plum Creek ha contribuido de forma negativa a la rentabilidad del fondo. No obstante, la compañía resultante (que ha mantenido el nombre de Weyerhaeuser) rebotó fuertemente al igual que los valores relacionados con las materias primas que recuperaron durante la segunda mitad del trimestre el terreno perdido previamente, y acabó siendo uno de los mayores contribuyentes positivos del período. A largo plazo, debido a la presión urbanística sobre los bosques, consideramos que existirán restricciones de oferta de madera.

Varios valores financieros – Sampo Japan Nipponkoa, American Express y Bank of New York Mellon – contribuyeron negativamente a la estrategia de rentabilidad trimestral, ya que se vieron afectados de distinta manera por las repercusiones financieras de las políticas de los Bancos Centrales. Al igual que otras compañías de seguros, una proporción sustancial de los ingresos de Sampo procede en general de la cartera de renta fija, pero al rebajar el Gobierno japonés los tipos de interés situándolos en territorio negativo, le resultó difícil obtener una rentabilidad sólida por sus reservas. La opinión de los inversores al respecto de este valor pasó a ser desfavorable.

American Express ilustra las consecuencias negativas sobre la oferta de la política de relajación monetaria. Los tipos de interés al cero por ciento comprimen en general los márgenes netos por intereses de los bancos, pero no así en el sector de las tarjetas de crédito al consumo, donde los márgenes siguen siendo amplios. Este segmento se ha convertido en un negocio especialmente importante para el sector financiero, y los bancos han destinado mayores recursos de capital al segmento de las tarjetas de crédito. En consecuencia, American Express está sufriendo un período de intensificación de la competencia, viéndose afectada su acción. Creemos que American Express sigue siendo una franquicia muy bien afianzada, y en un sector en el cual muchos bancos obtienen rentabilidades en términos de ROE de un solo dígito, American Express registró un ROE⁽¹⁾ del 25%. Su balance es sólido en términos relativos, y ha estado en disposición de recomprar acciones propias en lugar de tener que ampliar capital. Hemos permanecido fieles a American Express, pero reconocemos que su contexto es ahora algo más desafiante.

Bank of New York Mellon ha luchado contra los efectos de la política del Banco Central. El hecho de que la Fed no haya subido más sus tipos y la posibilidad de unos tipos de interés negativos han afectado a las cotizaciones de los bancos, que en condiciones normales obtenían intereses por sus depósitos. El hecho de que los tipos de interés se mantuvieran en unos niveles muy bajos durante mucho tiempo, intensificó la preocupación de los inversores con respecto a la persistencia de estos vientos desfavorables sobre Bank of New York Mellon – tanto para sus depósitos como para sus actividades de gestión de activos, exentas de comisiones, en el mercado monetario.

Otro valor negativo ha sido Berkeley Group Holdings plc., una compañía promotora inmobiliaria británica. Las primeras acciones de esta compañía las compramos a la estela de la Crisis Financiera Global. La acción se aproximó a nuestro juicio a su valor intrínseco, y recortamos posiciones. Creemos que la debilidad registrada por las acciones de Berkeley durante el primer trimestre reflejaba la sobrevaloración de la compañía, así como la reciente debilidad experimentada por el mercado de la vivienda de lujo en Londres.

(1) Fuente: Factset.

Información importante

El presente material va destinado exclusivamente a inversores institucionales, profesionales, cualificados o sofisticados y a distribuidores de productos financieros. No deberá ser distribuido entre el público en general, ni a clientes privados o inversores minoristas en ninguna jurisdicción de ninguna clase, ni a "Personas de los EEUU". Este documento no va destinado a ciudadanos o residentes de los Estados Unidos de América ni a ninguna "Persona de los EEUU", tal y como se define dicho término en la Regulación S de la SEC en virtud de la Ley de Valores de los EEUU de 1933 y en el folleto del fondo. Además, dichos inversores deberán, en el ámbito de la Unión Europea, ser inversores "Profesionales", tal y como se define este término en la Directiva 2004/39/CE de fecha 21 de abril de 2004 sobre mercados de instrumentos financieros ("MIFID") o, según el caso, en cualesquiera regulaciones de ámbito local y, por lo que respecta a la oferta realizada en territorio suizo, "Inversores Cualificados" en el sentido establecido en las disposiciones contenidas en la Ordenanza sobre Esquemas de Inversión Colectiva suiza de 23 de junio de 2006 (CISA) o en la Ley sobre Esquemas de Inversión Colectiva suiza de 22 de noviembre de 2006 (CISO). En ningún caso deberá distribuirse el presente material en el ámbito de la Unión Europea a inversores no "Profesionales", tal y como se definen en la MIFID o en cualesquiera regulaciones de ámbito local, ni en Suiza a inversores no incluidos en la definición de "inversores cualificados", tal y como se definen en la legislación aplicable.

El presente documento contiene información sobre el fondo denominado *First Eagle Amundi International Fund* (el "Subfondo") de First Eagle Amundi (el "Fondo"), un organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios constituido en virtud de la Parte I de la ley luxemburguesa de 17 de diciembre de 2010, organizado como una sociedad de inversión de capital variable e inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B55.838. El domicilio social del Fondo está situado en los números 28-32 de la Place de la Gare, L-1616, Luxemburgo. First Eagle Amundi ha sido autorizado para su venta al público en Luxemburgo por la *Commission de Surveillance du Secteur Financier*.

No todos los subfondos y/ o clases de acciones serán necesariamente objeto de registro o de autorización para su venta en todas las jurisdicciones o estarán disponibles para todos los inversores. Las solicitudes de suscripción del Fondo solo se aceptarán en virtud de lo dispuesto en el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID) y en el último folleto del Fondo, en sus últimos informes anual y semestral y en sus Estatutos de Constitución; documentos que podrán obtenerse de forma gratuita en el domicilio social del Fondo o, respectivamente, en el del agente representante debidamente autorizado en cada jurisdicción relevante concernida. Los inversores potenciales deberán considerar si los riesgos ligados a una inversión en el Subfondo se ajustan a sus criterios de inversión, y asegurarse que comprenden perfectamente todo el contenido del presente documento. Deberían consultar con asesores profesionales sobre la conveniencia, o no, de invertir en el Subfondo. El valor de una inversión en el Subfondo, así como las posibles rentas derivadas de la misma, podrá variar tanto al alza como a la baja. El Subfondo no garantiza ninguna rentabilidad. Además, rentabilidades pasadas no constituyen una garantía ni son una referencia fiable de rentabilidades o resultados presentes o futuros. Las cifras de rentabilidad expresadas en el presente documento no tienen en cuenta comisiones ni los costes incurridos para la emisión y el rescate de las participaciones, en su caso. El presente documento no representa una oferta de compra ni una solicitud de venta en ningún país en el cual pudieran considerarse ilegales, ni constituye un elemento publicitario ni un asesoramiento de inversión.

La información contenida en el presente documento ha sido actualizada a finales de marzo de 2016.