

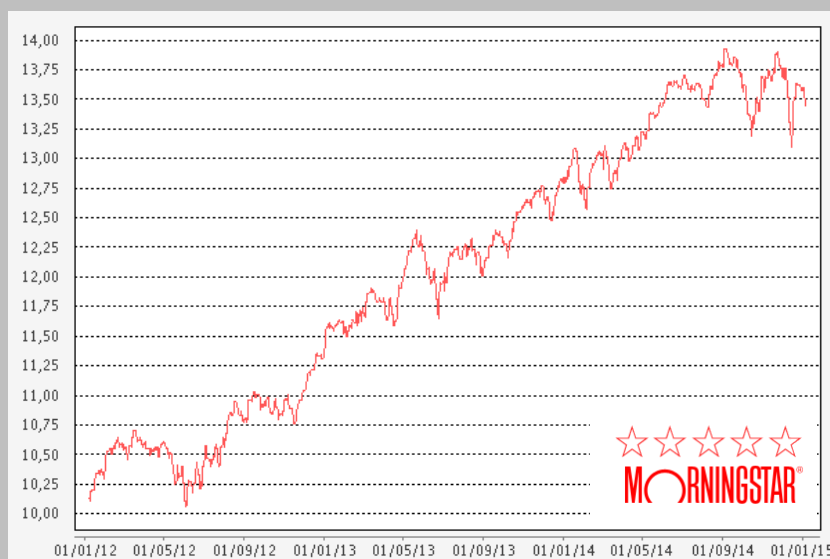


Fondo global de retorno absoluto con gestión de valor

Diversificación por tipo de activo:

- 39 Valores de Renta Variable: 60 %
- 29 Valores de Renta Fija: 29 %
- Liquidez: 11 %

A partir de ahora con nueva presencia internet:  
[www.wertefinder.de/es](http://www.wertefinder.de/es)



Diversificación por Divisas:

- EUR: 47 %
- GBP: 7 %
- CHF: 5 %
- USD: 18 %
- HKY: 3 %
- CNY: 5 %
- NOK: 3 %
- MXN: 4 %
- Otros: 8 %

Principales valores (RV):

- Allianz: 4,4 %
- Yara: 3,8 %
- Roche : 3,7 %
- BMW: 3,6 %
- BASF: 3,5 %
- BHP: 3,4 %

Composición por países renta variable (cifras aproximadas):

- |                   |                |                   |
|-------------------|----------------|-------------------|
| • Alemania: 21 %  | • EE.UU.: 10 % | • Hongkong: 3 %   |
| • Inglaterra: 7 % | • Benelux: 4 % | • Suecia: 5 %     |
| • Suiza: 5 %      | • Noruega: 4 % | • Sur Europa: 2 % |

## Informe de mercado - Diciembre de 2014

- El PMI chino de diciembre baja del 50,3 al 50,1, nivel más bajo en 2014.
- Indicadores del consumo en EE.UU. fuertes.
- PMIs en Europa mixtos con Italia y Francia en la cola.
- El precio del petróleo con tendencia bajista debido a la sobreoferta.
- El número de los pozos petrolíferos en EE.UU. acusa una leve bajada
- Existencias del crudo en EE.UU. muy por encima de la media de los últimos 5 años
- La producción del petróleo en EE.UU. y Rusia se mantiene a máximos históricos

## General

En retrospectiva el año pasado puede a primera vista parecer como un año bursátil fácil ya que los índices S&P y el DAX lo acabaron casi en máximos históricos. No obstante, la buena evolución del conjunto del año oculta los vaivenes que los índices sufrieron a lo largo del año. Y no es de extrañar esta volatilidad porque valores claves como el precio del petróleo, tipos de interés y algunas monedas extranjeras sufrieron también grandes altibajos. Probablemente poca gente habría pronosticado que el precio del petróleo iba a bajar por debajo de los 50 dólares o que los tipos a 10 años de Alemania iban a bajar al 0,50 %, para no mencionar los tipos negativos para otros plazos. Detrás de estos extremos se encuentra el extremo del crecimiento entre las economías en EE.UU. y Europa. En ambos casos las razones para el comportamiento de la economía en los respectivos bloques son bastante claras: En EE.UU. actúan como factores positivos la evolución de la población y el desarrollo de las nuevas técnicas de producción del petróleo. En Europa actúan como factores negativos el decrecimiento de la población (y su envejecimiento) y la falta de reformas estructurales, reformas que los gobiernos debían haber tomado de cara a estas tendencias. Como señalé en mi informe anterior del mes de noviembre hay otro factor que pone Europa en desventaja con EE.UU.: Se trata del mayor precio de los precios de electricidad en Europa que pone Europa en una posición desventajosa en comparación con EE.UU.

Dada la importancia del petróleo en este informe quisiera también dar al lector una serie de datos junto con los fuentes que son fundamentales para el seguimiento del petróleo.

## Análisis macro-económico

### EE.UU.

En EE.UU. los datos económicos siguen fuertes y confirman el buen entorno. El motor de crecimiento durante los últimos años ha sido principalmente la buena marcha de los sectores de los automobiles y de la vivienda (ellos asimismo impulsados por la población). A ellos se ha unido el sector energético, impulsado por los nuevos métodos del „fracking“. En la medida que estos sectores han creado nuevos puestos de trabajo se ha beneficiado igualmente el consumo privado. Recientemente el desplome del petróleo ha jugado un papel importante para el consumo. Está claro que en un país donde el coche es tan relevante para el transporte la bajada de la gasolina deja en los manos de los consumidores una cantidad importante adicional. También es sabido que el americano tiene una propensidad baja al ahorro (actualmente el 4,4 %) y que de esta manera el ahorro energético se traslada al consumo. Se estima un ahorro anual del orden de 200.000 millones de dólares. Ya ahora se nota el impacto en el mercado laboral y los índices de confianza del consumidor.

Menos claro es el comportamiento de las empresas ante el ahorro energético y el impacto en las inversiones. No

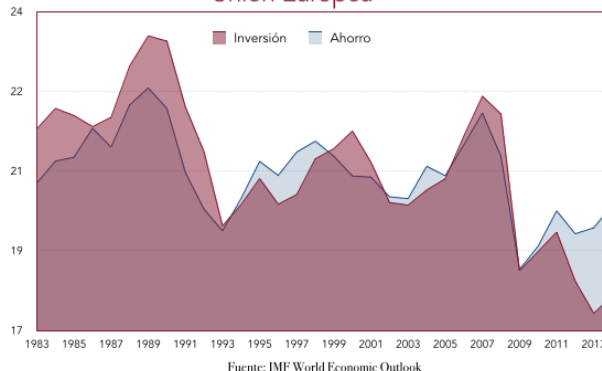
obstante, en lo que se trata de las empresas del sector energético se estima una reducción fuerte de las inversiones. Las inversiones de 76 empresas relacionadas con la producción alcanzaron el año pasado según Bloomberg 184.900 millones de dólares y se prevé una reducción muy fuerte. Ya ahora Continental Resources, uno de los líderes del fracking, ha anunciado que va a reducir sus inversiones de 4.600 millones a 2.700 millones.

En resumen, la economía americana se sigue beneficiando de los múltiples efectos del incremento de la población, la revolución del „fracking“ y de los bajos precios energéticos. No obstante, en la medida que las compañías reduzcan sus inversiones pueden sufrir las inversiones y el empleo. No creo que va a ser un efecto muy significativo, pero puede reducir el afán de la Fed de subir los tipos anticipadamente o más rápidamente.

### Europa

Las palabras de Draghi sobre un QE europeo hacen pensar que la economía europea se encuentra en mal estado. Creo que la realidad es otra y hay que matizar entre los distintos países: Algunos países siendo fuerte (Alemania) o recuperándose (España y Irlanda) y otros quedando atrás (Francia y Italia). No obstante, aunque la dinámica ha mejorado un poco, los niveles de producción, las deudas estatales o las tasas de desempleo siguen siendo decepcionantes en casi todas las economías. Además, cualquier signo de recuperación, especialmente en Irlanda y en España, está en peligro de extinguirse debido a los riesgos de Italia y Francia de volver a una recesión. No obstante, creo que la bajada del petróleo, unido a la fortaleza del dólar y los tipos ultra-bajos reactivan el consumo y de esta manera mejora el entorno económico también en los países más débiles. La reactivación del consumo será la condición previa para que las empresas reactiven sus inversiones. Porque al final las inversiones son la clave para el consumo futuro. Es precisamente esta falta de las inversiones que está a la raíz de muchos problemas económicos (abajo repito el gráfico del informe del mes pasado que ilustra el desfase entre la inversión y el ahorro de la EU). El superávit del ahorro supone una exportación de capital y algunos analistas critican que las inversiones que resultan de la inversión de este superávit no siempre son eficientes.

Evolución de la inversión y del ahorro en la Unión Europea



En estos días Grecia ha vuelto al orden del día por el riesgo de que un nuevo gobierno puede pedir otra quita en la deuda. Creo que lo más probable no es una quita (que sería muy difícil explicar a los ciudadanos europeos) sino posiblemente otra pequeña re-estructuración (en el caso que gane el partido Syriza).

## China

Los datos económicos continúan a apuntar hacia una deceleración del crecimiento. Esta evaluación se basa en los datos del sector de la construcción y el reciente PMI. En los 70 ciudades donde se publican mensualmente la evolución de precios, 67 ciudades acusaron otra vez una bajada. El PMI del mes de diciembre continuó igualmente su bajada, descendiendo del 50,3 al 50,1 y alcanzando así su nivel más bajo en el 2014. A pesar del empeoramiento del entorno económico la bolsa china alcanza casi cada día nuevos máximos. Entre otras cosas, una de las causas es la espera de nuevas medidas del gobierno para soportar el mercado de construcción. Más importante para China y casi todos los países asiáticos será la bajada del precio del petróleo ya que son importadores netos de crudo.

## Petróleo

Como señalé arriba en este apartado quisiera dar más información sobre los indicadores del petróleo que permiten al lector/inversor hacer su propio análisis.

A corto plazo no es de esperar un cambio de la tendencia bajista ya que el superávit de la oferta sobre la demanda persiste y ni por parte de la demanda ni por parte de la oferta se puede esperar un gran cambio. Muchos analistas esperan que tarde o temprano los pozos del „fracking“ no sean rentables y que por ello esperen una reducción de la producción americana. Para observar el comportamiento de la producción y de la oferta analizamos por consiguiente los siguientes datos:

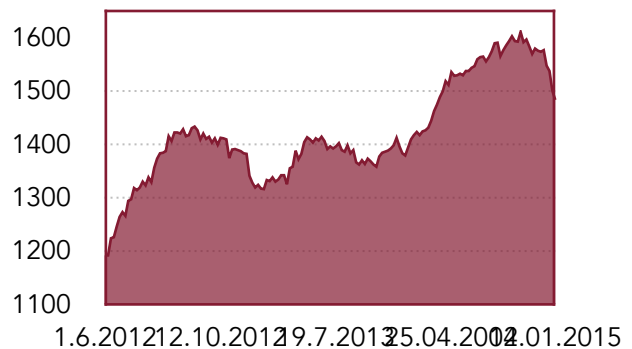
- La producción en EE.UU. (datos semanales publicados cada miércoles; enlace: <http://www.eia.gov/petroleum/weekly/>)
- Las existencias del petróleo en EE.UU. (mismo enlace como arriba)
- El número de pozos operativos en EE.UU. (datos semanales publicados por Baker Hughes cada viernes; enlace <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-reportsother>)
- La posición corta de los productores de petróleo en EE.UU. para cubrir el precio del petróleo (publicados cada viernes por la CFTC con datos del martes anterior; enlace: [http://www.cftc.gov/dea/options/petroleum\\_lof.htm](http://www.cftc.gov/dea/options/petroleum_lof.htm), allí pasar al Code-067651 expuesto en la derecha)
- El número de permisos para nuevos pozos en Texas (datos mensuales; enlace: <http://www.rrc.state.tx.us/oil-gas/research-and-statistics/well-information/monthly-drilling-completion-and-plugging-summaries/>)

Aparte de estos datos que son fácilmente accesibles algunos inversores observan la curva de los futuros del crudo (por ejemplo el grado de contango). Datos sobre la producción en Rusia se publican por la prensa pero están también disponibles a través de la siguiente página de forma non-gratuita ([http://www.riatec.ru/en/catalog/operative\\_data/section.php?SECTION\\_ID=117](http://www.riatec.ru/en/catalog/operative_data/section.php?SECTION_ID=117)).

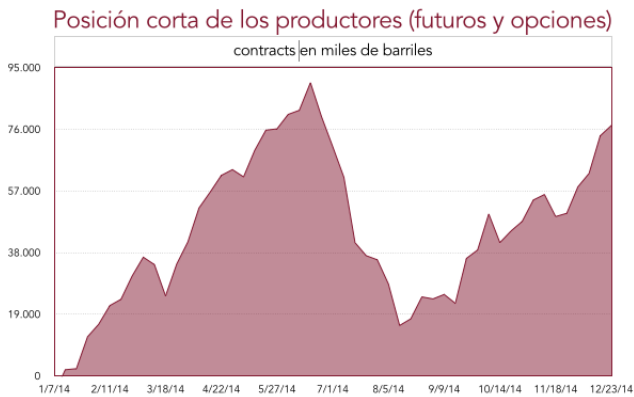
Estos datos suelen mover el mercado (aparte de comentarios de instituciones oficiales) y por ello ilustro abajo la evolución de algunos de estos variables.

El gráfico abajo pone de relieve que el número de pozos operativos en EE.UU. está claramente bajando, desde un máximo de 1609 pozos en octubre a 1482 pozos el 2 de enero de 2015. En parte este descenso refleja un efecto de fin de año pero está claro que el desplome del crudo se está notando. No obstante, la producción del crudo está todavía en máximos y necesitamos para un relanzamiento del precio un descenso del número de pozos Y una disminución de la producción de cada pozo. Que yo sepa no disponemos de los datos sobre los nuevos permisos de pozos en todo el país. No obstante, el estado de Texas suministra estos datos y de ellos también se desprende una bajada (véase enlace arriba).

Número de pozos operativos en EE.UU.



Los analistas comentan que la producción de los pozos del fracking pierden una gran parte de su producción durante el primer año. De ser así es posible que la producción puede caer rápidamente cuando coincide el descenso de la rentabilidad de los pozos con el número de pozos operativos. Por otro lado, es de suponer que cada empresa a corto plazo maximiza su producción y así se prolonga la producción. En este sentido es útil observar el comportamiento de los productores en cuanto a la cobertura del precio del petróleo. Para ello analizamos la evolución de las posiciones cortas del grupo de productores (véase el gráfico abajo). Se observa que este grupo sigue aumentando sus posiciones y así es de pensar que ellos no esperan una bajada de los precios. Por otro lado el aumento de sus posiciones indica también que se encuentran en una posición confortable porque gozan de una ganancia sin realizar. Supone también que pueden continuar su producción sin sufrir grandes pérdidas.



El lado de la demanda es más difícil a analizar pero las existencias de crudo en EE.UU. dan una buena idea sobre el grado de sobreoferta (recomiendo al lector de acceder a la página web señalada arriba).

### Estrategia del fondo

El mes pasado mantuvimos la estrategia básicamente inalterada, aumentando la cuota variable levemente del 54 % al 57 % a finales del mes de diciembre.

Aunque el dólar ya ha subido fuertemente mantenemos la posición sin cambios igual que la inversión en otras divisas fuera de la zona del euro. En vez de invertir en obligaciones con tipos muy bajos o elevados niveles de riesgo de crédito preferimos por lo tanto la inversión en bonos de alta calidad denominados en otras monedas, siempre manteniendo un alto grado de diversificación.

Aunque pensamos que la tendencia bajista del precio del petróleo continúe a corto plazo mantenemos las posiciones en aquellos valores que han sufrido porque creemos que últimamente corrigen otra vez al alza una vez que el crudo ha tocado fondo (o se observa que los resultados empresariales no quedaron tan dañados por el desplome del petróleo).

### Evolución del fondo

El mes pasado el fondo perdió un 1,31 % que lleva el rendimiento para el año 2014 al 5,77 %.

Aunque vendimos ya en octubre la Royal Dutch Shell el fondo quedó afectado por el desplome del precio del petróleo. La mala performance del mes se explica así sobre todo por el mal comportamiento de los activos que tenían algún vínculo con el precio del petróleo (tanto acciones como obligaciones y monedas). Sufrieron incluso acciones que no están directamente muy expuestas al precio del petróleo de forma negativa pero que se consideraban expuestas al petróleo (como por ejemplo la BASF, Hutchison Whampoa y algunas compañías americanas). Entre las monedas sufrieron el rublo, el peso mejicano y la corona noruega. En el caso del rublo el vínculo es obvio pero en el caso de Méjico no existe esta correlación directa a pesar de que se trata de un exportador del crudo.

Entre las acciones individuales destaca la bajada de la suiza Roche que experimentó a lo largo del mes una pérdida del 10 % (y explica así un 0,43 % de la performance). La razón ha sido la decepción de los resultados de prueba de dos productos clave. Entre las acciones que se beneficiaron del desplome del crudo se encuentra la empresa noruega Yara que subió fuertemente. Los costes de Yara dependen mucho del precio del gas y cualquier bajada impacta en sus beneficios. La empresa se beneficia también del fuerte dólar.

Del lado positivo destaca la fuerte apreciación del dólar.

### Perspectivas

Si las condiciones previas para el entorno económico mundial son tan buenas porqué han bajado las bolsas a principios de año? Creo que hay que ver la razón en las dudas de una reactivación del crecimiento mundial. Por ello cualquier bajada del precio del petróleo está mal interpretado por las bolsas porque se ve como un indicador de la demanda (cuando realmente es la oferta que puja al precio a la baja).

En este sentido el mal PMI chino se ha acogido también de forma negativa porque confirma los temores de una demanda débil. Además, parece que los mercados solo descuentan los obvios efectos negativos del desplome del petróleo (sobre todo el sector energético en EE.UU.). Por el otro lado, los efectos positivos menos obvios sobre el consumo y sobre las economías de muchos países asiáticos se descartan porque los datos duros no lo confirman todavía (a pesar de EE.UU.). En este contexto cualquier incertidumbre como la posible salida de Grecia del euro afecta a los mercados de forma negativa.

Las perspectivas para las bolsas son buenas pero creo que necesitamos la confirmación por datos de los beneficios empresariales y datos económicos de la zona euro y los países asiáticos (sobre todo China) para que las buenas condiciones se trasladen a un nuevo auge de las bolsas. Posiblemente esta evolución coincide con una estabilización del precio del petróleo.

Bad Homburg, 7 de enero de 2015

Jürgen Brückner

Chief Investment Officer

WerteFinder Vermögensverwaltung GmbH