




COMENTARIO DE MERCADO



La ópera no se acaba hasta que no canta la gorda.¹

La aparición de la valquiria² Brunilda anuncia el fin del mundo en *El anillo del Nibelungo* de Richard Wagner. Hasta que la, casi siempre voluminosa, cantante de ópera no aparece en el escenario, el desenlace está totalmente abierto. ¿Qué acto es el que se escenifica en estos momentos en los mercados de capital?

Índice >>

Edición del 30/11/2016

- >> [La ópera no se acaba hasta que no canta la gorda.¹](#)
- >> [Perspectivas macroeconómicas](#)
- >> [Posicionamiento de los Ethna Funds](#)





La ópera no se acaba hasta que no canta la gorda.¹

La aparición de la valquiria² Brunilda anuncia el fin del mundo en *El anillo del Nibelungo* de Richard Wagner. Hasta que la, casi siempre voluminosa, cantante de ópera no aparece en el escenario, el desenlace está totalmente abierto. ¿Qué acto es el que se escenifica en estos momentos en los mercados de capital?

La expresión coloquial *it ain't over till the fat lady sings* es de uso común en el mundo angloparlante y es una referencia al aria final de una representación operística que, con frecuencia, nos ofrece una soprano (a menudo voluminosa).

Sea como fuere, nuestra respuesta a la pregunta recurrente de si el mercado alcista de los bonos que ha perdurado décadas ha llegado a su fin, nuestra respuesta es un claro no. Aún le queda

» Nuestra respuesta a la pregunta recurrente de si el mercado alcista de los bonos que ha perdurado décadas ha llegado a su fin, nuestra respuesta es un claro no. «

mucha vida. Aunque eso no quiere decir que los rendimientos de la deuda pública alemana a 10 años no puedan aumentar

entretanto al 1,50 % o los bonos del Tesoro estadounidense vuelvan a situarse en el 3 %. Pero esto sucedería en el marco de los movimientos al alza y a la baja habituales de los mercados de capital.

En cambio, resulta menos normal que en la actualidad todo suceda con tanta rapidez. El 1 de diciembre, Bloomberg informó que el Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index³ había registrado el mes anterior una pérdida increíble de 1,7 billones de dólares estadounidenses. Y eso solo en un mes. Actualmente, el valor del índice es de 44,48 billones de dólares estadounidenses. Eso supone una pérdida de valor cercana al 3,7 %, una pérdida que hace muchos años que no veíamos. Así se explica que la mayor parte del movimiento no la consideramos relevante, sino que la fundamentamos con técnicas de mercado.

¹ *It ain't over till the fat lady sings* (no acaba hasta que la señora gorda canta) es una expresión coloquial que ha sido clasificada como un proverbio. El mismo significa que no se debe presuponer el resultado de un evento que aún está sucediendo. Fuente: https://en.wikipedia.org/wiki/It_ain't_over_till_the_fat_lady_sings

² En la mitología nórdica, "las valquirias o valkirias son diís, deidades femeninas menores". Fuente: <https://es.wikipedia.org/wiki/Valquiria>

³ El Bloomberg Barclays Global-Aggregate-Index es una medida determinante para el segmento de bonos con una calificación crediticia de *investment grade* de veinticuatro mercados de divisas locales. Este índice de referencia, que se compone de diferentes divisas, incluye deuda pública, bonos corporativos y títulos de renta fija garantizados de emisores, tanto de países desarrollados como de mercados emergentes.

El gráfico 1 muestra el movimiento masivo de precios actual de la deuda pública a diez años. Desde el mes de agosto la deuda cayó más del 8 %, cerca de un 6 % en las últimas dos semanas. Sin embargo, el gráfico 2 pone estos movimientos notables en la perspectiva correcta porque, a largo plazo, apenas tienen importancia. Aunque esto no significa que ignoremos esta considerable modificación de los precios, deberíamos ser capaces de ver más allá.

Aparte de una masiva pérdida de confianza por parte de los inversores frente a los emisores, los rendimientos solo deberían crecer prolongadamente si la inflación también lo hace. La inflación general, es decir, la tasa de inflación que escuchamos en las noticias vespertinas, aumenta en la actualidad y seguirá

» Ahora parece que la inflación amenaza con volver. «

haciéndolo a ambos lados del Atlántico. La causa radica principalmente en que actualmente la subida de los precios del petróleo se incluye en los cálculos comparativos con respecto al año anterior, es decir, el llamado efecto base. El gráfico 3 muestra que el precio del crudo alcanzó su punto más bajo hasta ahora en enero de 2016. Desde entonces el precio ha aumentado alrededor del 100 %. En el primer semestre de 2017, este hecho afectará principalmente a la tasa de inflación.

Y, como es natural, dejará huella en los inversores. La cuestión de la inflación había desaparecido casi por completo del campo de visión de muchos inversores. Mientras que, en los últimos tiempos, el fantasma de la deflación ha estado muy presente. Ahora parece que la inflación amenaza con volver. No partimos de unos precios del petróleo en constante aumento a pesar del recorte de la producción recientemente acordado por la OPEP. El subsuelo de EE. UU. contiene enormes reservas de crudo. Recientemente se descubrió la mayor reserva del mundo de petróleo en Wolfcamp, en suelo texano, con más de 20.000 millones de barriles. El presidente electo Trump ha dicho claramente en su campaña electoral que quería impulsar la producción de gas pizarra y petróleo para crear puestos de trabajo. Esta intención mantendría en jaque los precios del crudo en todo el mundo.



Gráfico 1: Evolución actual de los precios del bono del Tesoro estadounidense a diez años

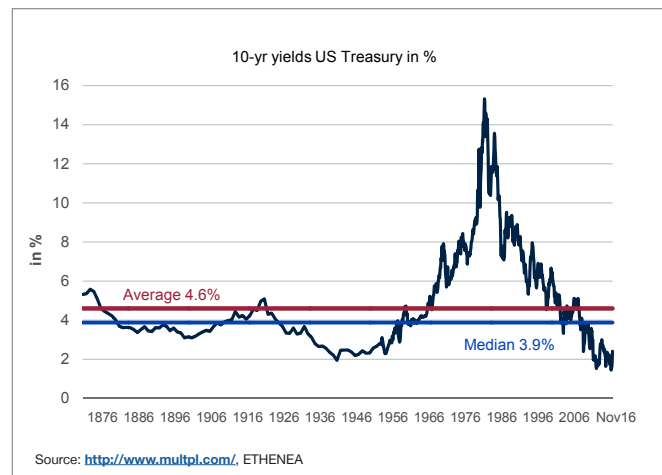


Gráfico 2: Evolución de los rendimientos del bono del Tesoro estadounidense a diez años desde 1872

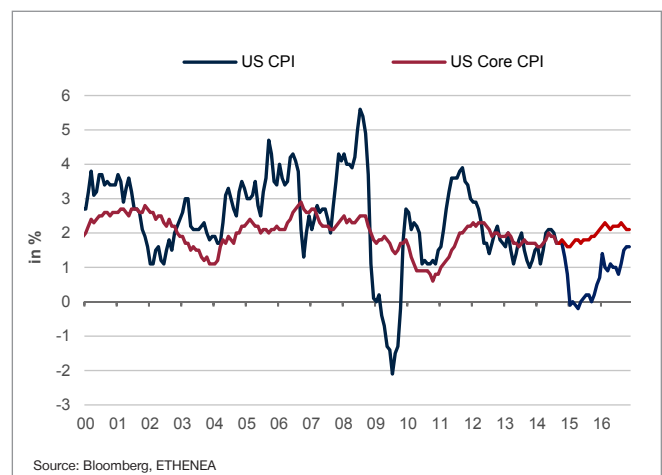


Gráfico 3: Tasa de inflación general y subyacente en EE. UU.

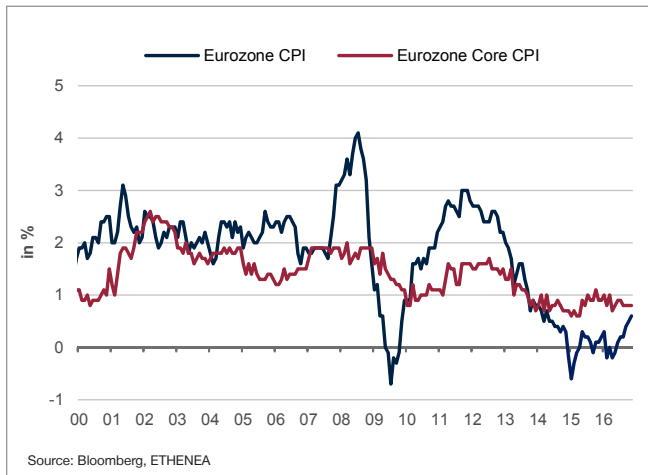


Gráfico 4: Tasa de inflación general y subyacente en la zona euro

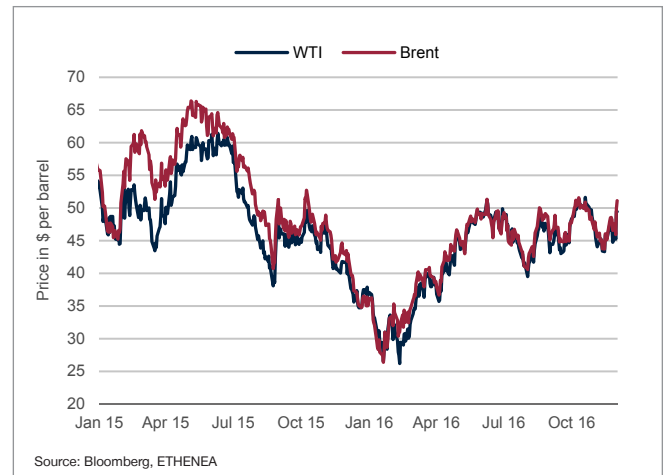


Gráfico 5: Evolución de los precios del crudo para los tipos de petróleo West Texas Intermediate y Brent

Las tasas de inflación subyacente, en cambio, son tanto aquí como allá extremadamente estables (gráficos 4 y 5). Se trata de tasas de inflación de las cuales se han entresacado los precios volátiles de la energía y los alimentos. Si la temida *trumpflation* se produce de verdad, lo expondrá nuestro Head of Research, Yves Longchamp en el siguiente resumen. Aunque en este sentido queremos precisar: la tendencia a largo plazo en el mundo globalizado con un crecimiento rápido de la automatización de

los procesos de trabajo (Industria 4.0) se mantiene invariable en cuanto a la desinflación.⁴

A este respecto, sentimos curiosidad por saber cuándo se detendrá el movimiento al alza, excesivo en nuestra opinión, de los rendimientos. Confiamos en que será más pronto que tarde. Así que la oronda mujer aún debe cantar en otro lugar. En cuanto a rendimientos, el último acto aún no ha escrito.

Autores >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁴ Al lector interesado le recomendamos encarecidamente la reciente publicación de Martin Ford *El auge de los robots: la tecnología y la amenaza de un futuro sin empleo*.

Perspectivas macroeconómicas >>

Estancamiento secular o dólar estadounidense

Hemos utilizado los datos disponibles para contrastar la verosimilitud de la tesis del *estancamiento secular*⁵, y llegamos a la conclusión de que la explicación del bajo ritmo del crecimiento y la atonía de la inflación tiene más que ver con la fortaleza del dólar. La renovada revalorización del dólar desde la elección de Donald Trump es motivo de inquietud, por lo que ello supone en términos de precios más bajos a escala mundial, y por ende, menor inflación en el futuro.

La economía mundial de la década de los ochenta y principios de los noventa no se parece en nada a la de hoy en día. En los últimos 30 años, ha experimentado una profunda transformación. Por encuadrar dicho cambio en el tiempo, podríamos decir que el pasado milenio estuvo dominado por las economías desarrolladas mientras que el nuevo está liderado por las regiones en desarrollo.

En la década de los ochenta, casi la mitad del crecimiento del PIB mundial procedió de EE. UU. y del bloque de países que más tarde formarían la zona euro. Según las estimaciones del FMI, 2016 será un año en el que estas dos economías aportarán menos de una cuarta parte del crecimiento mundial, y podrían representar menos de una quinta parte a partir de 2020. Para los nostálgicos, en las últimas 15 años pueden identificarse sobre todo con la pérdida de peso relativo de las viejas economías, aunque haya sido también un periodo de extraordinaria expansión. Durante los años ochenta, el PIB conjunto de EE. UU. y la zona euro aumentó a un ritmo anual muy inferior a 1 billón de USD, que contrasta con una cifra claramente superior al 1 billón de USD en la actualidad, en el supuesto «entorno de bajo crecimiento» que frecuentemente se asocia con el término estancamiento secular (gráfico 6).

De hecho, la pregunta que cabe plantearse es la siguiente: ¿dónde está el estancamiento secular? El gráfico 6 descompone

el crecimiento del PIB mundial medido en dólares constantes y en paridad de poder adquisitivo (PPA)⁴ por regiones. Según este parámetro, el crecimiento reciente se ha revelado firme y

» ¿Dónde está el estancamiento secular? «

elevado. Y, lo que es más significativo, la crisis financiera global (CFG) y la posterior Gran Recesión no dejaron una huella duradera en el crecimiento. Si nos atenemos a los últimos datos disponibles, el PIB aumentó en unos 4,5 billones de USD en 2015, una cifra bastante respetable. De seguir a este ritmo hasta el final del decenio, el crecimiento del PIB en el periodo de los últimos diez años superará el registrado en cualquier otro periodo decenal de toda la historia.

Aunque los datos del PIB parecen descartar el estancamiento secular, este es, sin embargo, claramente perceptible en los datos del PIB. Si la frase anterior suena contradictoria, convendría mirar de nuevo a las estadísticas del PIB. El gráfico

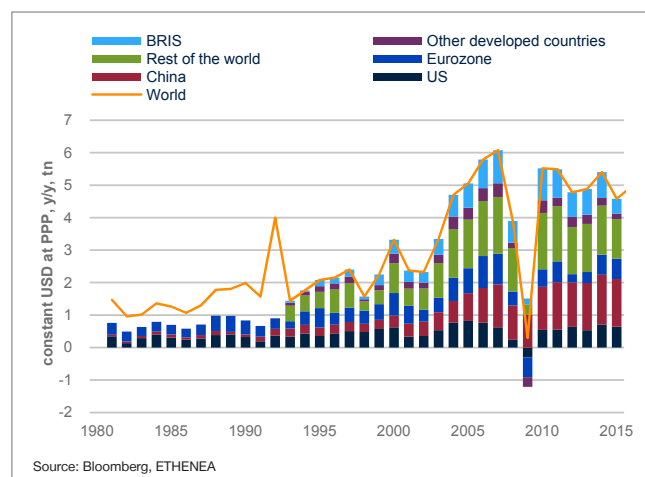


Gráfico 6: No estancamiento secular

⁵ El concepto de *dólares constantes en PPA* es una unidad de medida abstracta que los economistas utilizan a efectos comparativos. El objetivo consiste en estimar la cantidad de producto generado sirviéndose de una unidad que permanezca constante en el tiempo y permita comparaciones entre las distintas regiones. El kilogramo, el metro o la hora son todas ellas unidades que permanecen constantes en el tiempo y posibilitan la comparación entre regiones, y serían perfectas si los servicios bancarios y la consultoría pudieran expresarse en términos de kilogramos, metros u horas. El concepto de «dólares constantes en PPA» pretende expresar la economía mundial en una unidad que la haga susceptible de análisis cuantitativos y elimine las distorsiones procedentes de la inflación de los precios y las fluctuaciones cambiarias.

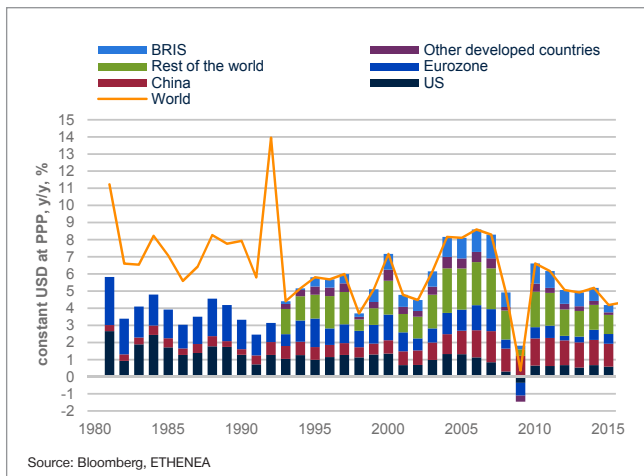


Gráfico 7: Estandamiento secular

7 descompone el crecimiento del PIB mundial medido en dólares constantes y en PPA, exactamente igual que en el gráfico 1, pero con una pequeña diferencia que conlleva notables cambios. En el gráfico 1, el crecimiento está medido en dólares, mientras que en el gráfico 7, se expresa en términos porcentuales. Aplicando este segundo parámetro ligeramente diferente —que es el método más habitual para medir el crecimiento— el PIB mundial sí muestra indicios de estancamiento secular. En los años que precedieron a la CFG, el crecimiento mundial se aceleró hasta tocar techo en el 8 % en 2006 para luego experimentar un rápido declive tras la crisis hasta el 4 % en 2015.

Dado que la respuesta a si existe estancamiento secular es afirmativa o negativa según la unidad de medida que se utilice, esta teoría no nos parece muy convincente. Si hace diez años un trabajador cobraba un salario de 100 y dicho salario aumentaba cada año en 10 unidades, a día de hoy estaría ingresando el doble que hace diez años, aunque las 10 unidades adicionales ahora representarían un incremento salarial de solo el 5 %, mientras que esa misma cantidad hace diez años, en la fecha del primer incremento salarial, representaba un 10 %. Imagine que no hay inflación, ¿en cuánto verá incrementarse su poder adquisitivo el año que viene? ¿En un 10 % como hace diez años o solo en un 5 %? Visto de este modo, el estancamiento secular podría estar más relacionado con el área de la psicología y la sociología que con la economía.

A nuestro entender, el PIB ha crecido a un ritmo sólido tras la crisis, sin que se observen signos evidentes de desaceleración. En las tres regiones económicas más importantes, a saber, EE.

UU., la zona euro y China, el crecimiento ha mostrado una resistencia inusitada. Si excluimos 2012 y 2013 en la zona euro, la época de mayor virulencia de la crisis del euro, el crecimiento se ha mantenido bastante estable.

Al margen de si se prefiere ver el vaso medio lleno o medio vacío, la opinión general es que la economía no crece hoy tan rápido como en décadas anteriores. Los salarios no han aumentado demasiado, mientras que los rendimientos han

”La sensación de que las cosas ya no son como eran ha calado entre la población. “

descendido hasta mínimos sin precedentes pese a las políticas de estímulo innovadoras y de enormes proporciones aplicadas por los bancos centrales y los gobiernos de las principales economías. La sensación de que las cosas ya no son como eran ha calado entre la población.

Creemos que la razón que nos lleva a ver el mundo actual con un tono menos glamuroso estriba en la fortaleza del dólar. El billete verde es la principal divisa de reserva del mundo. Es la unidad de cómputo de todo lo relacionado con la economía a fin de hacerlo comparable, la moneda en la que se expresan los precios del comercio mundial (productos manufacturados y materia primas) y la divisa internacionalmente aceptada como medio de pago, incluso cuando visitamos países exóticos.

El crecimiento del PIB medido en dólares corrientes al tipo de cambio vigente⁶ constituye una estadística de la actividad mundial más acorde al espíritu de una economía de mercado regulada por las leyes del capitalismo. Hagamos el siguiente ejercicio mental: supongamos que somos los consejeros delegados de Mundo S.A., la empresa productora de todos los bienes y servicios que se consumen en el planeta, y que estamos presentando los resultados anuales a los accionistas. No cabe duda de que nuestro énfasis no será cuánto ha producido Mundo S.A., sino cuántos beneficios ha obtenido durante el ejercicio. El crecimiento del PIB en USD constantes y en PPA mide la cantidad producida, mientras que el crecimiento del PIB en USD corrientes y al tipo de cambio vigente mide el valor añadido, es decir, la rentabilidad de Mundo S.A.

Dado que Mundo S.A. tiene accionistas repartidos por todo el mundo, la cuenta de pérdidas y ganancias se expresa en dólares. Los resultados de 2015 fueron horribles, los peores de toda la

⁶ Lea más sobre este tema en nuestro Comentario de Mercado de [septiembre de 2015](#).

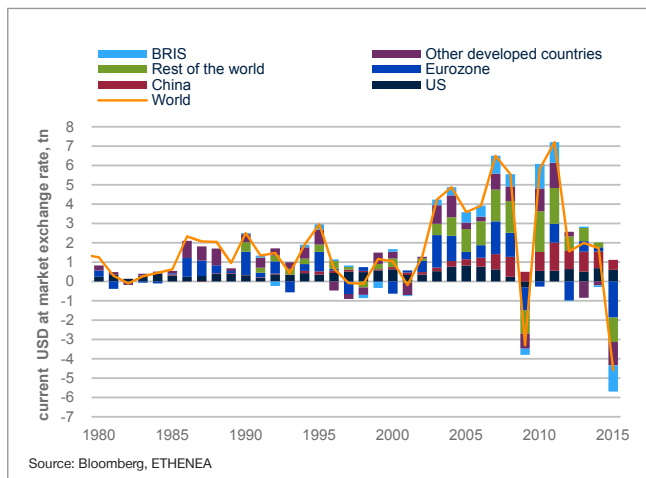


Gráfico 8: Disminución de la rentabilidad

historia de la empresa. El beneficio se redujo en más de 4,5 billones de USD con respecto al año anterior, una contracción aún más severa que la experimentada durante la CFG (gráfico 8). Obsérvese que en el periodo entre 2012 y 2014, la rentabilidad solo aumentó en 2 billones de USD al año mientras la producción mostraba un crecimiento sostenido (gráfico 9).

Las presiones sobre los márgenes son enormes. El coste del capital se sitúa en un nivel bajo, mientras que los salarios no han repuntado significativamente en los últimos años, con el

”Ello tuvo claro reflejo en las recientes elecciones estadounidenses, donde los hombres de raza blanca y baja cualificación apoyaron masivamente al candidato Trump como forma de expresar dicho enfado.”

cosiguiente descontento entre los asalariados por la caída de su nivel de vida. Ello tuvo claro reflejo en las recientes elecciones estadounidenses, donde los hombres de raza blanca y baja cualificación apoyaron masivamente al candidato Trump como forma de expresar dicho enfado.

Dado el bajo nivel de la inflación, los costes no pueden seguir comprimiéndose más, y los precios tampoco pueden subir.

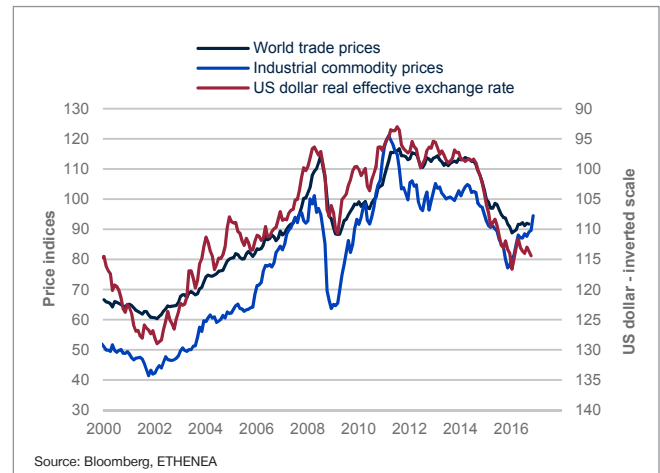


Gráfico 9: Un dólar fuerte tiene efectos deflacionistas

Dicho de otro modo, los márgenes permanecen bajo presión. Además, la fortaleza del dólar va en detrimento de la rentabilidad de las fábricas y tiendas de Mundo S.A. situadas fuera de EE. UU. cuando sus resultados se consolidan en la cuenta de pérdidas y ganancias anual en dólares.

La razón de que la inflación no haya regresado representa un enigma para los bancos centrales. Nosotros no tenemos la respuesta, aunque sí observamos que los precios mundiales (de las manufacturas y las materias primas) replican el ciclo del dólar (en el gráfico 4, el índice del USD se muestra en escala invertida, lo que quiere decir que aparece reflejada una apreciación por la caída de la línea de color rojo). En nuestra opinión, ello significa que mientras el dólar conserve su fortaleza o siga apreciándose, la inflación no regresará. Un dólar fuerte es un obstáculo para la refluación económica mundial, y provoca lo contrario de lo que se pretende. El «Trumpismo», neologismo con el que denotamos el patrón de esquizofrenia perfecta mostrado por los participantes del mercado, que les ha llevado a pasar del pesimismo hacia el candidato presidencial al optimismo en el presidente electo sin más motivo que cambios menores en su discurso, nos parece peligroso en muchos aspectos. A los efectos que nos ocupan en este artículo, este giro de mentalidad conduce a un fortalecimiento del dólar, justo lo contrario de lo que se necesita para reactivar la economía mundial, por lo que no compartimos el renacido optimismo de los participantes del mercado.

Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Posicionamiento de los Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

La subida de los tipos de interés registrada en octubre se aceleró al mes siguiente, en particular tras las elecciones celebradas en EE. UU. A finales de noviembre, los rendimientos a 10 años en EE.UU. habían subido un 0,55 % respecto a principios del mes. En Europa también subieron los tipos de interés, aunque en menos puntos porcentuales que en EE.UU. dado que aquí se sigue esperando una ampliación del programa de expansión cuantitativa. La subida de los tipos de interés se debe principalmente a un aumento de las perspectivas de inflación. Mientras se mantenga el efecto básico de la bajada del precio del crudo y la persistencia de datos económicos positivos continúe apoyando la mejora de las expectativas, no se puede explicar el repentino aumento a consecuencia de las elecciones en EE. UU. Se ha anunciado un aumento del gasto público y una bajada de impuestos, pero la aplicación efectiva de estas medidas políticas y, por consiguiente, sus efectos, se dejarán sentir dentro de varios meses e incluso años, según los diferentes puntos de vista. El catalizador fundamental es, en este caso, la esperanza de un repentino fin del estancamiento secular.

Consideramos que, por lo que atañe a los tipos de interés, la tendencia es excesiva e insostenible. En consecuencia, la cartera de renta fija se ha mantenido prácticamente invariable durante el mes. Sin embargo, en el transcurso del mes se redujo la duración de las coberturas de manera significativa con el fin de reducir la sensibilidad a los tipos de interés en el entorno de las elecciones, así como los efectos negativos. No obstante, los niveles de inversión se mantuvieron estables, al igual que la alta solvencia de los emisores con una calificación entre A- y BBB+ que continúan presentando un perfil atractivo de riesgo/rentabilidad. Después de la reacción positiva de los mercados de renta variable estadounidenses tras las elecciones, a finales de mes cerramos nuestras posiciones en opciones y futuros del S&P con el propósito de recoger beneficios. Mantenemos en cartera la exposición europea en forma de contratos de futuros del DAX, ya que deberían beneficiarse de la depreciación del euro.

En cuanto al segmento de las divisas, la exposición ha seguido reduciéndose. Liquidamos la exposición al dólar estadounidense tras la nueva apreciación de las divisas, ya que el mercado ha descontado completamente la posible subida de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal en el mes de diciembre y un aumento de la inflación.

La positiva reacción del mercado a la vista de los resultados de las elecciones en EE. UU., considerada previamente por todos los comentaristas del mercado como *indeseable*, nos ha sorprendido y de momento nos abstenemos de entrar en el rally *Risk-on*. Las súbitas esperanzas en el Presidente Trump parecen demasiado elevadas a corto plazo y teniendo en cuenta que a corto plazo se mantienen los efectos negativos de un dólar fuerte sobre la inflación mundial y los mercados emergentes, así como los riesgos políticos en Europa, nuestra actitud es de prudencia y nos mantenemos a la expectativa.

Ethna-AKTIV

La noticia de mayor relevancia para los mercados en noviembre fue sin duda la elección de Donald Trump como próximo presidente de EE. UU. y la consiguiente subida de los rendimientos, impulsados por el aumento de las expectativas de inflación. Esta reacción se extendió también a otros mercados, con la subida de los rendimientos en todo el mundo y el fortalecimiento del dólar, en particular frente a las divisas de los mercados emergentes. El actual contrato de futuros sobre los fondos de la Reserva Federal (*Fed Funds*) evidencia que los mercados descuentan plenamente la subida de los tipos oficiales en diciembre. Este entorno, junto con un mercado de trabajo que se mantiene firme y unas expectativas de inflación más altas, hace presagiar que el Comité de Mercado Abierto de la Fed (FOMC) elevará los tipos en su próxima reunión. La subida de los rendimientos también contribuyó a aliviar el problema de la escasez de bunds en el mercado para el BCE, y prevemos que Mario Draghi anuncie la ampliación de su programa de compras de activos (APP) durante otros seis meses más.

La trascendencia de los acontecimientos del mes pasado nos llevó a efectuar cambios significativos en la cartera del Ethna-AKTIV. Ante el clima de creciente incertidumbre presente en la antesala de las elecciones, la cartera de renta variable se redujo de manera notable. Esto se implementó a través de una reducción de la exposición bruta en lugar de a través de coberturas con futuros, para así mitigar también el riesgo base del fondo. La mayoría del producto resultante de esta operación se mantuvo en forma de efectivo, y se incrementó tan solo ligeramente la cartera de renta fija, cuya calificación media se sitúa en una banda comprendida entre BBB+ y BBB. Hemos ampliado ligeramente la duración modificada por considerar excesivo el reciente movimiento de los

rendimientos alentado por las esperanzas de reactivación económica. Aunque reconocemos que las políticas propugnadas por Trump podrían tener efectos inflacionistas, creemos que su aplicación e influencia respectiva en la economía llevarán su tiempo. No obstante, a medio plazo, un dólar más fuerte y unos rendimientos más altos tendrán efectos deflacionistas. Considerando estos efectos autolimitadores para la economía estadounidense del fortalecimiento del dólar y de la subida de los rendimientos, seguimos reduciendo nuestra exposición al USD con el fin de recoger beneficios en el punto más alto del ciclo. Además, rebajamos la exposición general a otras divisas, con la única excepción del franco suizo, cuya posición se incrementó. Vemos con cautela la súbita ola de optimismo con la que los mercados han recibido la elección de Trump. Dado que los fundamentales no han cambiado y que quedan numerosas incógnitas por resolver, la cartera ha adoptado un posicionamiento general relativamente defensivo.

Ethna-DYNAMISCH

Durante el mes, mantuvimos en el Ethna-DYNAMISCH la ponderación bruta en renta variable en aproximadamente el 65 %. A finales del mes, tras la buena evolución de los mercados estadounidenses, redujimos nuestra exposición a dichos mercados mediante futuros, de manera que, incluyendo las opciones de venta obligatorias, a finales de mes la ponderación neta se situaba en torno al 45 %. A nivel regional apenas se han producido cambios. Europa, con aproximadamente un 29 %, sigue teniendo más peso, seguida de Norteamérica, con un 24 %, y Asia, con alrededor de un 12 %. En el plano sectorial se han producido solo cambios insignificantes. De esta manera aprovechamos el efecto positivo a corto plazo de las elecciones en EE. UU. para reducir de nuevo nuestra exposición al sector farmacéutico con la venta de Sanofi. También hemos aprovechado la evolución positiva de los mercados estadounidenses para liquidar AT&T. Conservamos nuestra posición positiva frente a la industria de las telecomunicaciones, pero la actitud

del sector en materia de fusiones y adquisiciones nos desagrada en gran medida. Por el contrario, hemos aprovechado las fuertes reacciones negativas a nivel de precios para abrir nuevas posiciones, entre otras, en el gigante de la alimentación estadounidense Tyson Foods o el valor inmobiliario alemán LEG. El ratio precio/beneficio medio a nivel del fondo asciende actualmente a 12,4 veces, situándose el rendimiento por dividendos en el 3,2 %.

En cuanto a la renta fija, volvimos a reducir nuestra posición en bonos de alto rendimiento estadounidenses a aproximadamente el 10 %. Al mismo tiempo, aprovechamos la extraordinaria subida de los rendimientos de los bonos del Estado de EE. UU. para volver a invertir. A partir de un nivel de rendimiento de alrededor del 3 %, hemos ampliado nuestra posición en bonos del Tesoro a 30 años hasta en torno un 5 %. Si los rendimientos continúan aumentando, seguiremos comprando. En la actualidad, nuestro 15 % en valores de renta fija en la cartera genera unos intereses del 6,1 % y su duración ha aumentado hasta aproximadamente 9,5.

Como resultado de las operaciones anteriormente descritas, el saldo de efectivo aumentó hasta situarse en cerca de un 20 %. A finales de mes, a la espera de un aumento de los precios del petróleo, poco antes de la reunión de la OPEP volvimos a invertir parte del efectivo en coronas noruegas (aproximadamente un 5 %). Por lo demás, la exposición a divisas se mantuvo prácticamente invariable en comparación con el mes anterior.



Autores >>

Portfolio Management

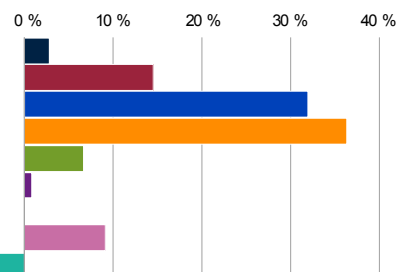
Guido Barthels, Luca Pesarini, Christian Schmitt,
Niels Slikker, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,
Arnoldo Valsangiacomo y equipo

Ethna-DEFENSIV

% of Total NAV

■ AAA: 2.9 ■ AA: 14.6 ■ A: 32.3
 ■ BBB: 36.4 ■ NON IG: 6.6 ■ Not rated: 1.0
 ■ Equities: 0.0 ■ Cash: 9.5 ■ Others: -3.3**

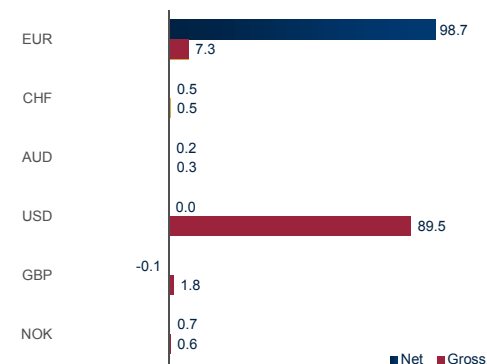
** negative value due to Forex Transactions for hedging purposes



Source: ETHENEA

Gráfico 10: Relación de la clasificación del **Ethna-DEFENSIV*****Ethna-DEFENSIV**

% of Total NAV



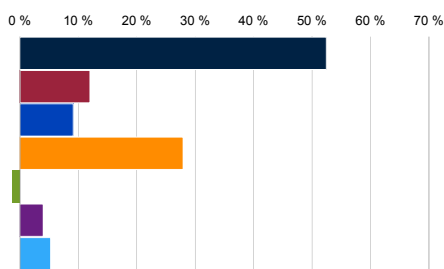
Source: ETHENEA

Gráfico 13: Composición de la cartera del **Ethna-DEFENSIV** por divisa***Ethna-AKTIV**

% of Total NAV

■ Bonds: 52.60 ■ Equities: 11.64 ■ Equity net: 9.21
 ■ Cash: 27.72 ■ Others: -1.25 ■ Investment Funds: 4.02***
 ■ Precious metals (non physical): 5.26

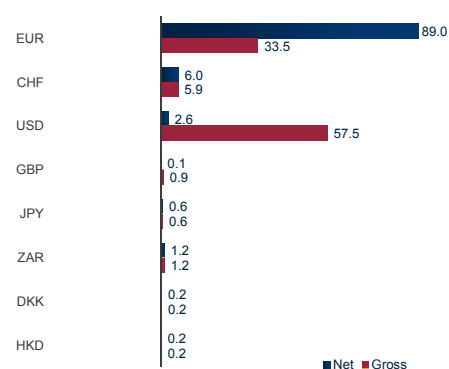
*** Units of other investment funds; the maximum limit is 10 % of the fund's assets



Source: ETHENEA

Gráfico 11: Estructura de la cartera⁷ del **Ethna-AKTIV*****Ethna-AKTIV**

% of Total NAV

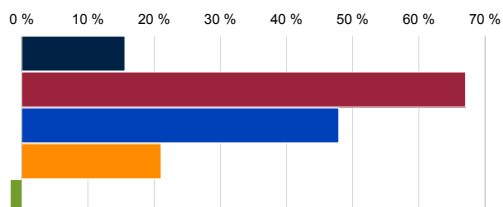


Source: ETHENEA

Gráfico 14: Composición de la cartera del **Ethna-AKTIV** por divisa***Ethna-DYNAMISCH**

% of Total NAV

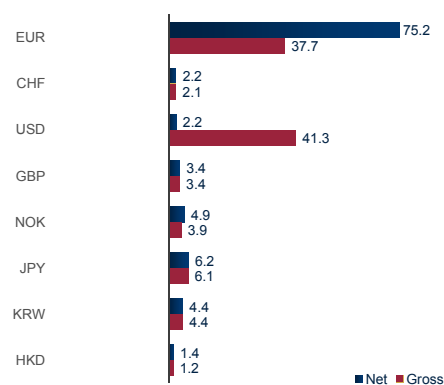
■ Bonds: 15.51 ■ Equities: 65.53 ■ Equity net: 47.98
 ■ Cash: 20.74 ■ Others: -1.78



Source: ETHENEA

Gráfico 12: Estructura de la cartera⁷ del **Ethna-DYNAMISCH*****Ethna-DYNAMISCH**

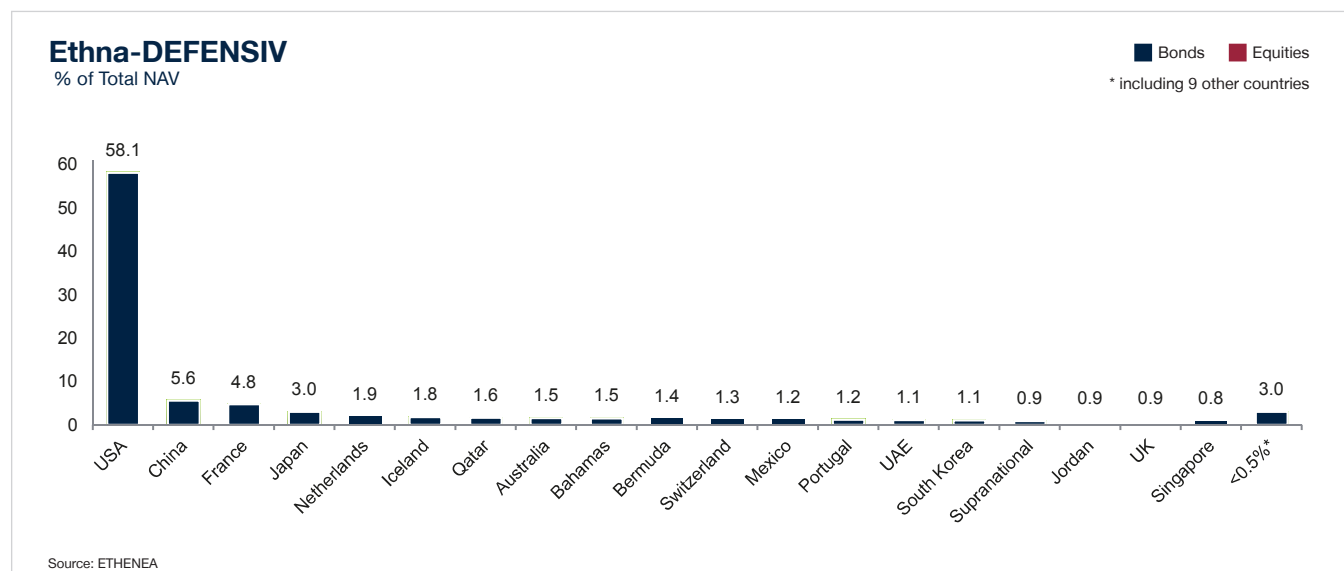
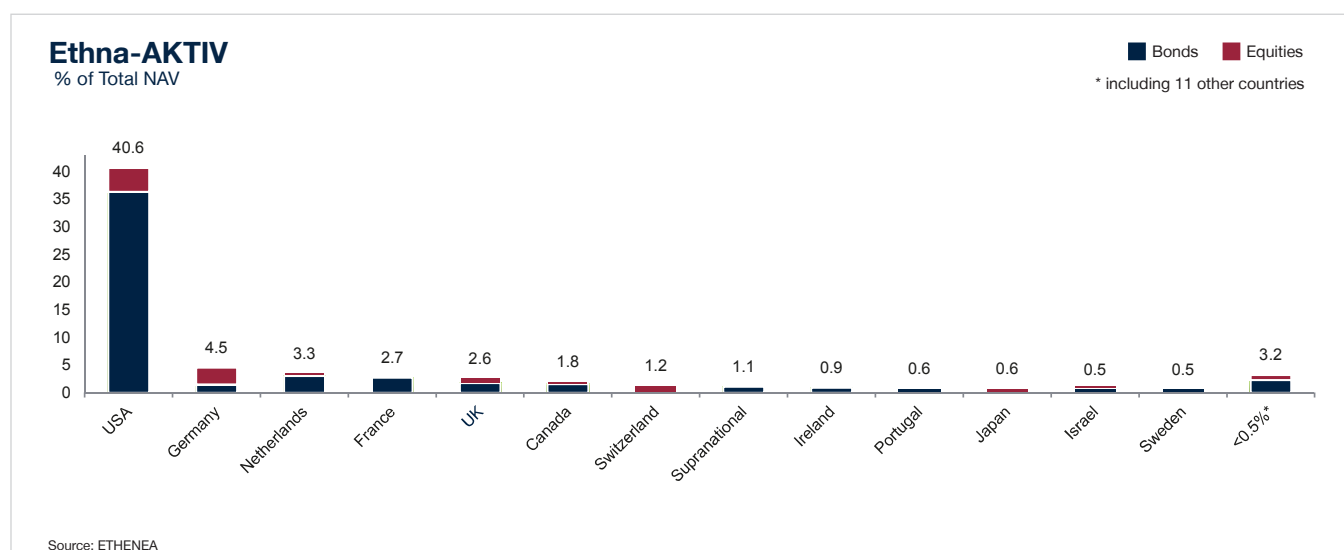
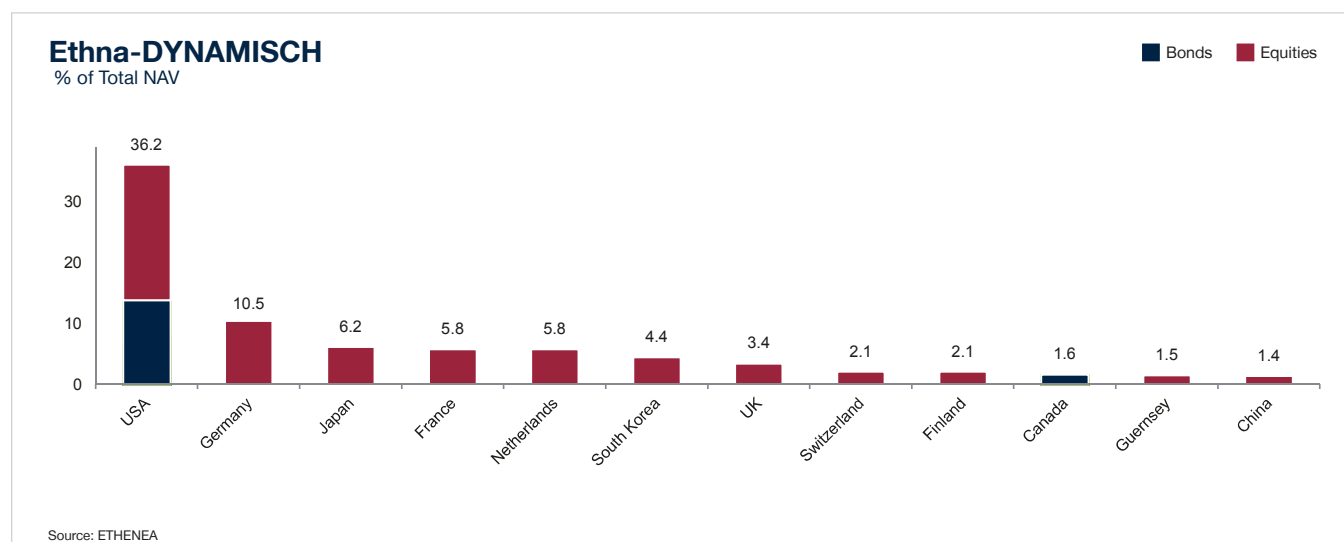
% of Total NAV

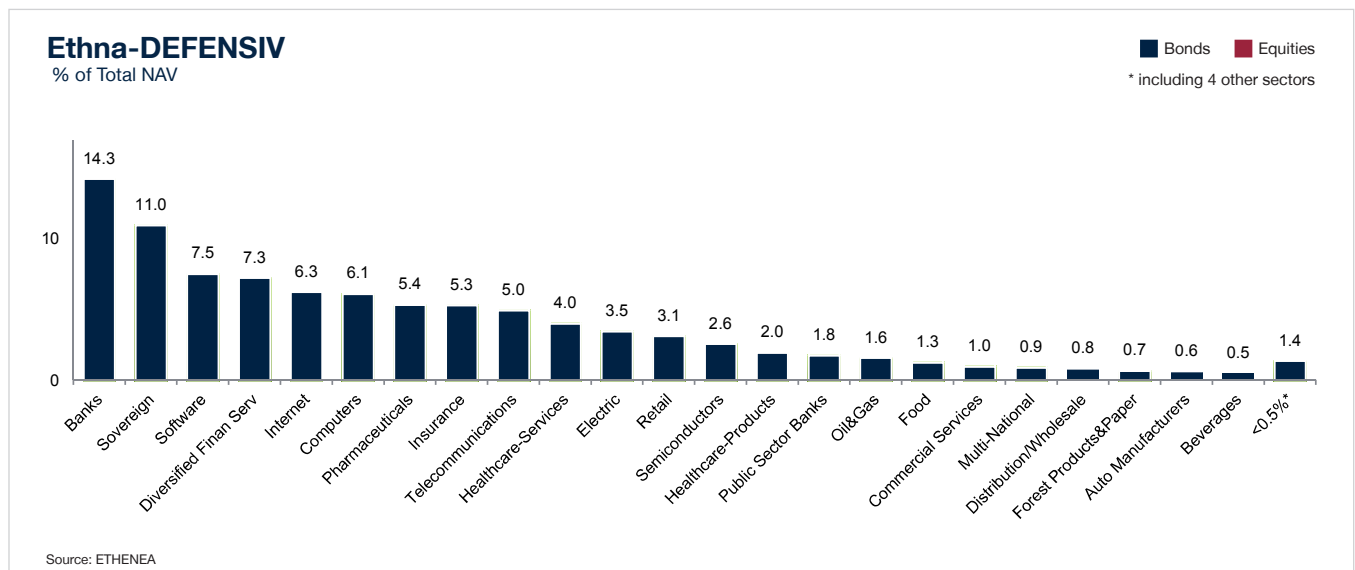
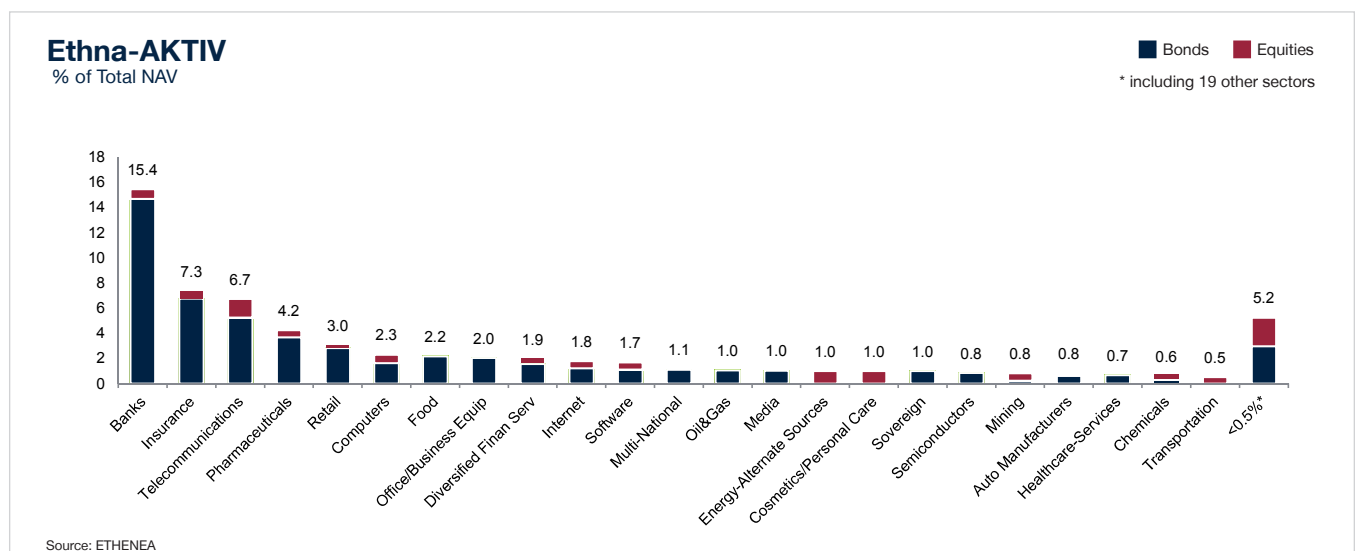
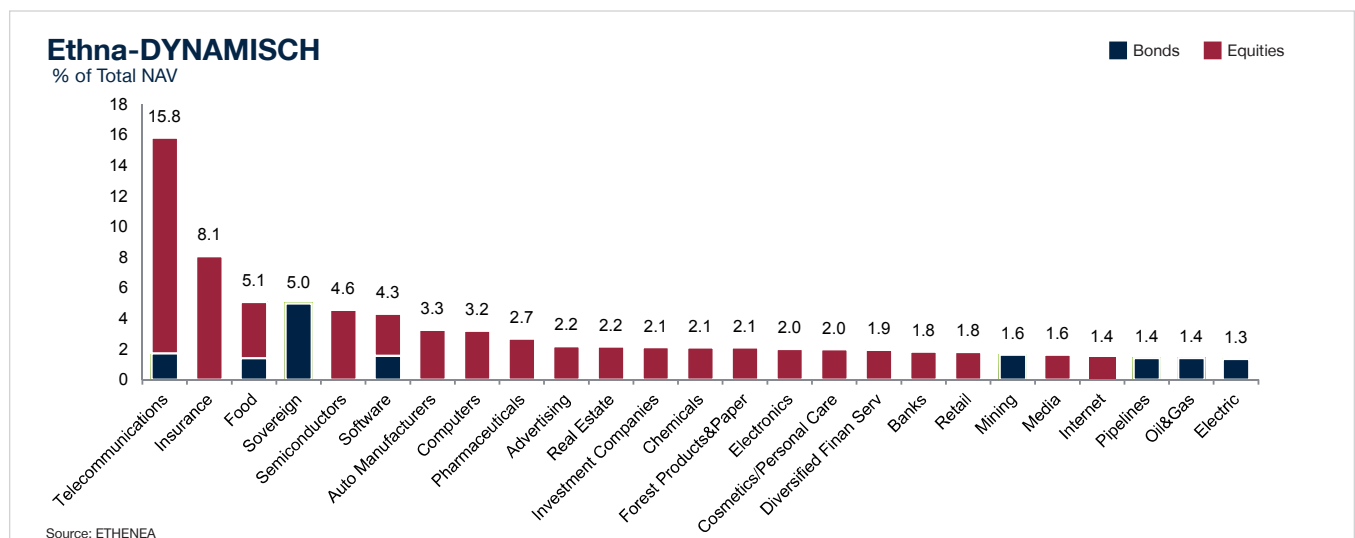


Source: ETHENEA

Gráfico 15: Composición de la cartera del **Ethna-DYNAMISCH** por divisa*

⁷ En la posición «Cash» («Liquidez») se agrupan el dinero fijo, el dinero a la vista y cuentas corrientes y otras cuentas. La rúbrica «Equities net» («Acciones netas») comprende la inversión directa y la exposición a renta variable a través de derivados.

Gráfico 16: Composición de la cartera del **Ethna-DEFENSIV** por origen*Gráfico 17: Composición de la cartera del **Ethna-AKTIV** por origen*Gráfico 18: Composición de la cartera del **Ethna-DYNAMISCH** por origen*

Gráfico 19: Composición de la cartera del **Ethna-DEFENSIV** por sector del emisor*Gráfico 20: Composición de la cartera del **Ethna-AKTIV** por sector del emisor*Gráfico 21: Composición de la cartera del **Ethna-DYNAMISCH** por sector del emisor*

* Nota: La puntuación numérica en los gráficos es la inglesa.



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Editor >>

El Equipo de Gestión de Cartera y el Head of Research



Sentarse (de izquierda a derecha): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen. *Estando (de izquierda a derecha):* Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Marco Ricciardulli (não representado na).

Contacto >>

Estamos a su disposición si tiene cualquier pregunta o comentario.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099
info@ethenea.com · ethenea.com

Galardones >>



LIPPER
FUND AWARDS 2015 WINNER
GERMANY



LIPPER
FUND AWARDS 2015 WINNER
AUSTRIA



Aviso legal >>

Una inversión en fondos de inversión, al igual que sucede con todos los valores y activos financieros comparables, conlleva un riesgo de pérdida de capital o divisas. El precio de las participaciones del fondo y los niveles de ingresos pueden, por tanto, fluctuar y no están garantizados. Los costes asociados a la inversión en el fondo afectan a la rentabilidad actual. Las participaciones se compran en base a la documentación legal sobre ventas. Toda la información publicada aquí supone solo una descripción del producto. No constituye un consejo de inversión, ni una oferta para alcanzar un acuerdo para proporcionar asesoramiento o información o una solicitud de oferta para comprar o vender valores. Los contenidos han sido cuidadosamente analizados, recopilados y comprobados. No se puede proporcionar ninguna garantía de exactitud, integridad o precisión. Munsbach, 30/11/2016.