



COMENTARIO DE MERCADO

El ocaso de los dioses

Los mercados de capitales están sufriendo y los bajos tipos de interés siguen manteniéndonos en suspense. Por lo tanto, esperamos que comience una nueva era, en la que el dinero tenga valor otra vez.

Índice >>

Edición del 31/1/2017

>> [El ocaso de los dioses](#)

>> [Perspectivas
macroeconómicas](#)

>> [Posicionamiento de los
Ethna Funds](#)



El ocaso de los dioses

Los mercados de capitales están sufriendo y los bajos tipos de interés siguen manteniéndose en suspense. Por lo tanto, esperamos que comience una nueva era, en la que el dinero tenga valor otra vez.

Con el título de este Comentario de Mercado no pretendemos hacer referencia a una de las óperas del ciclo *El anillo del Nibelungo* de Wagner, sino al *Ragnarök*¹, la batalla última de los dioses (actuales) de la que puede surgir a posteriori algo nuevo. Aunque en el momento de escribir estas líneas Donald J. Trump ya ha provocado escándalos en su primera semana como presidente de los Estados Unidos, el ocaso de los dioses no se refiere a él. Por desgracia, diría una mente liberal – pero este comentario no pretende convertirse en un tratado sobre política. Más bien aludimos a las primeras señales de que en la zona euro también se vislumbra el final de las condiciones monetarias ultralaxas a corto o a largo plazo.

De hecho, el sumamente controvertido APP del Bundesbank, es decir, el programa de compra de deuda por parte del Banco Central Europeo, tocará a su fin a finales de este año a pesar de haberse anunciado su renovación. El tan comentado efecto de base del precio del crudo se manifestará en forma de una subida de la inflación, sobre todo en Alemania y en el resto de los principales países. Por otro lado, este efecto servirá como argumento para suspender la financiación de los Estados de la

periferia europea, injusta a ojos de muchos. Este principio del fin de la ultralaxa política monetaria, que ha abusado hasta

» La mera alusión a un tapering, es decir, una reducción de la compra de deuda, ha provocado la tantrum, o sea, la pataleta infantil. «

cierto punto de las normas originales relativas a las competencias del Banco Central, ya comenzó en los Estados Unidos el 21 de mayo de 2013, cuando el entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, mencionó en un discurso la posibilidad de que se redujera la compra de deuda. La fase de mercado subsiguiente es calificada de *taper tantrum*. La mera alusión a un *tapering*, es decir, una reducción de la compra de deuda, ha provocado la *tantrum*, o sea, la pataleta infantil.

Durante la última semana de enero se volvieron a oír, por primera vez en mucho tiempo, voces del Bundesbank que apuntaban a que las condiciones en el mercado de capitales

¹ En la mitología nórdica, «Ragnarök (en español, destino de los dioses)1 es la batalla del fin del mundo». Fuente: <https://es.wikipedia.org/wiki/Ragnar%C3%B6k>

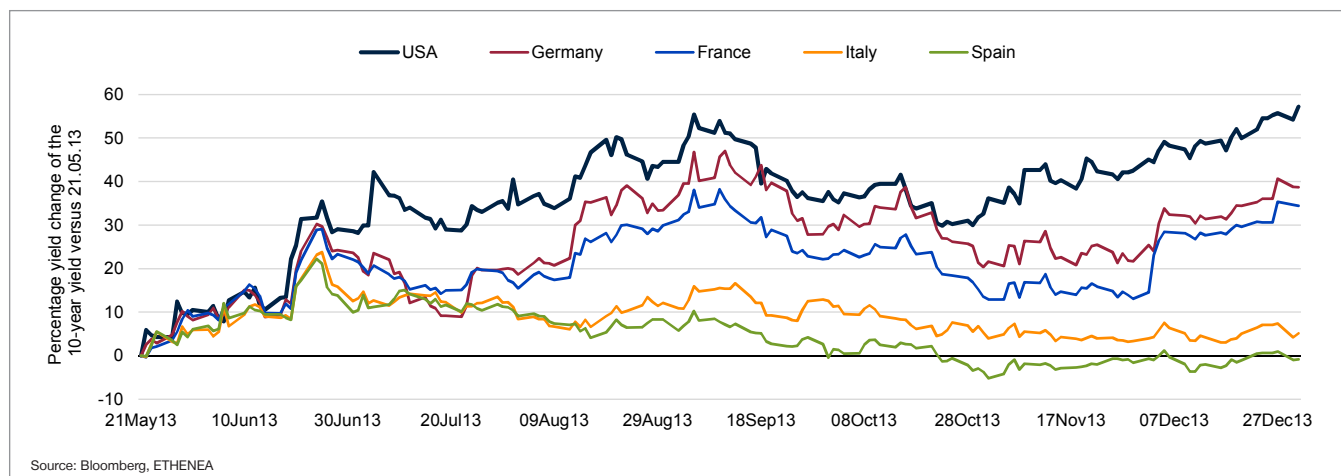


Gráfico 1: variación porcentual del rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a diez años desde el anuncio del taper el 21 de mayo de 2013

habían mejorado considerablemente. La disfunción del llamado mecanismo de transmisión y el riesgo de una deflación duradera se habrían corregido o desvanecido, y pronto se debería comenzar a abandonar con cautela la política monetaria ultralaxa.

En el gráfico 1 se muestra la evolución relativa hasta finales de año del rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a diez años tras el referido discurso de Bernanke de mayo de 2013. La subida de un 50 % (el rendimiento inicial era de casi el 2 % y se situó en el 3 % a finales de año) solo fue seguida parcialmente por los principales mercados europeos, mientras que la periferia permaneció en esencia indiferente. En nuestra opinión, esto solo pudo ser posible porque el Banco Central Europeo continuó nadando contra la corriente (anunciada) de la Reserva Federal y abrió aún más las compuertas de la política monetaria con el paso del tiempo. Las reacciones suscitadas tendrían que ser más contundentes solo si los últimos días de enero de 2017 hubieran de marcar el inicio del abandono de dicha política en Europa. Solo un aumento de la mitad del rendimiento de 2013 en los bonos del Tesoro estadounidense parece demasiado optimista y elevaría el rendimiento de los bonos alemanes (bunds) al menos al 0,7 %, el de los bonos franceses (OAT) al 1,5 %, el de los bonos españoles al 2,4 %, y el de los bonos italianos (BTP) al 3,1 %.

Consideramos, en cambio, que una vuelta a la normalidad traería consigo incrementos de los rendimientos mucho mayores. Detengámonos un momento en los bunds. A mediados de

» Consideramos que una vuelta a la normalidad traería consigo incrementos de los rendimientos mucho mayores. «

2013 la inflación en Alemania era parecida a la actual, del 1,9 %. Sin embargo, los bonos a 10 años ofrecían un rendimiento del 1,5 %, más de tres veces el que ofrecen a fecha de hoy. A pesar de que en 2013 la inflación fue decreciente, ahora está creciendo por motivos conocidos. Sin el respaldo artificial de las compras del BCE, se puede suponer perfectamente que el

rendimiento de los bonos alemanes suba como mínimo al nivel de la inflación nacional instalada hacia finales de 2017 a causa del incremento del precio del crudo durante el primer semestre de 2016. Cabría esperar un nivel de entre el 1,5 y el 2 %.

No obstante, si el rendimiento de los bonos alemanes subiera nuevamente hacia el 2 %, sería muy difícil imaginar que, por ejemplo, los bonos españoles solo rentaran un 2,4 % con el nivel de endeudamiento actual de los países mencionados. En tal caso, unos niveles de más del 3 % parecen mucho más probables. En vista del endeudamiento significativamente superior y, por ello, de la mayor sensibilidad a los aumentos de los tipos de interés, los BTP italianos se verían sin duda todavía más afectados. Yves Longchamp, nuestro Head of Research, analizará un poco más detenidamente la problemática del endeudamiento en el apartado siguiente sobre macroeconomía de este Comentario de Mercado.

Esperamos que efectivamente vivamos un ocaso de los dioses, es decir, el Ragnarök de los dioses de los fondos libres de intereses, y que tras tantas turbulencias empiece una nueva era en la que el dinero vuelva a tener un valor, un tipo de interés. En este nuevo mundo de los tipos de interés, el ahorro también volvería a cobrar sentido. Los riesgos se volverían a valorar correctamente. El concepto *time value of money* tendría un sentido que no se quedaría en la teoría. Incluso Günther Schild, la tortuga parlante que fue icono promocional del Tesoro alemán y que se jubiló a finales de 2012, celebraría quizás un encantador regreso.

En todo caso, preferimos ligeramente el Ragnarök al tan temido Armagedón.

Autores >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Perspectivas macroeconómicas >>

El bueno

Desde los primeros compases del año, los datos económicos se han revelado favorables en general. En Estados Unidos y en la zona euro, los indicadores adelantados indican una recuperación en la actividad manufacturera, mientras que la confianza del consumidor deja entrever un futuro brillante. Además, la inflación ha vuelto a escena. La deflación y el estancamiento secular, dos temas que los inversores tenían en mente hace doce meses, han dado paso al optimismo. El índice

» Para la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, la idea de hacer menos para reactivar la economía está ganando terreno. ««

Dow Jones Industrial superó el nivel simbólico de los 20.000 puntos por primera vez en su historia y los rendimientos de la deuda pública aumentaron en un marco de reflación. Para la Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE), la idea de hacer menos para reactivar la economía está ganando terreno. En Estados Unidos, la Fed está debatiendo la idea de reducir el volumen de su balance de 4,5 billones de USD y en Europa, en medio de una reducción en el ritmo de compras de activos, se está sopesando la posibilidad de acometer un *tapering*, una reducción paulatina de estímulos real, aunque Mario Draghi ha dicho en reiteradas ocasiones que esta idea no se ha examinado ni siquiera.

Acogemos con satisfacción estos recientes acontecimientos, aunque seguimos bastante convencidos del cambio radical en la actitud de los inversores desde la elección de Donald Trump. En primer lugar, los indicadores adelantados pueden haber mejorado, pero la producción industrial no ha seguido su ejemplo. Con arreglo a nuestra hipótesis principal, las economías desarrolladas se encuentran en una fase tardía del ciclo económico. En segundo lugar, la inflación está repuntando

efectivamente, pero solo debido a los efectos de base del precio del petróleo. La inflación subyacente, un parámetro que excluye los precios de la energía y los alimentos, ha permanecido prácticamente inalterada. En tercer lugar, los dos acontecimientos políticos más importantes de 2016 a escala mundial, aún no han desplegado sus efectos. En términos de comercio internacional, por mencionar solo un asunto, el Reino Unido

» La inflación está repuntando efectivamente, pero solo debido a los efectos de base del precio del petróleo. ««

se encuentra en tierra de nadie, mientras que Estados Unidos ha llegado a puerto, si bien el futuro de ambos países resulta incierto, confuso, y es poco probable que cumplan las promesas hechas hace un par de meses. En cuarto lugar, la agenda política europea se muestra intensa, con las elecciones en Francia y, más avanzado el año, en Alemania, así como las posibles elecciones anticipadas en Italia que tendrán lugar en cualquier momento. En términos generales, la posibilidad de experimentar cierta decepción es elevada.

El malo

El presidente del BCE, Mario Draghi, ha decidido, junto al Consejo de Gobierno, seguir inundando los mercados financieros de liquidez abundante y barata hasta finales de año. El programa de expansión cuantitativa se prolongará como mínimo hasta diciembre de 2017, y hasta fechas posteriores si fuese necesario. Esta política satisface a la mayoría de los miembros de la zona euro, pero Alemania, en la persona de Sabine Lautenschläger, miembro de la Comité Ejecutivo del BCE, adopta una opinión diferente: «La inflación en la zona del euro aumentó significativamente, del 0,6 % en noviembre al 1,1 % en diciembre. En Alemania, la inflación se situó incluso en el 1,7 % en diciembre. [...] Todas las condiciones previas para un aumento estable de la inflación existen. Por

eso, soy optimista y pienso que pronto podremos plantearnos la cuestión de la salida».² A pesar de que Mario Draghi, en la última rueda de prensa del BCE, dijo alto y claro que la cuestión de una salida o, en otras palabras, de una reducción paulatina de estímulos o *tapering*, ni siquiera ha sido debatida, que el tema se ha puesto sobre la mesa y que se desarrollará en consonancia con la inflación en la zona euro, en general, y con la inflación en Alemania, en particular.

Las consecuencias de una reducción progresiva de estímulos en la zona euro representan una cuestión existencial, mucho

» Las consecuencias de una reducción progresiva de estímulos en la zona euro representan una cuestión existencial. «

más allá del alcance de la política monetaria, ya que la zona euro, en su situación actual, no puede hacer frente a tipos de interés más altos. Por lo tanto, constituye un riesgo sistémico.

El 22 de mayo de 2013, Ben Bernanke, presidente de la Fed en esa fecha, anunció su plan de reducir de manera gradual el programa de expansión cuantitativa³, una medida que se aplicó realmente medio año después. Sin embargo, el rendimiento del índice de referencia de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años de referencia prácticamente se duplicó hasta alcanzar el 3 %. Si se anunciara una reducción gradual de estímulos en Europa en los próximos meses, los precios de la deuda pública europea experimentarían una acusada corrección. Imagínese, como lo hizo nuestro gestor de carteras Guido Barthels en las primeras páginas del Comentario de Mercado, que los rendimientos de la deuda pública en Europa registran un aumento de la misma magnitud que el que se ha registrado en EE. UU.

Alcanzarían un 2 % en Alemania, un 2,5 % en Francia, un 3,1 % en España, un 3,8 % en Italia y un 6,5 % en Portugal. Según nuestro análisis, estos niveles de rendimiento son insostenibles para los Estados europeos más frágiles y podrían ser el detonante de un nuevo episodio de la crisis del euro.

La lógica que se esconde detrás de esta firme conclusión, que presentamos en anteriores Comentarios de Mercado, es la siguiente: Suponiendo que los gobiernos están dispuestos a abonar su deuda, la cuestión de la sostenibilidad de la deuda se refiere a su capacidad de pago, a menudo analizada a través del ratio de deuda/PIB. Como su nombre indica, dicho ratio se construye con la deuda total en el numerador y el PIB nominal en el denominador. En los cinco países que hemos seleccionado anteriormente, el ratio de deuda/PIB oscila entre el 75 % en Alemania y el 160 % en Italia, según los datos de la OCDE.

La dinámica de dicho ratio depende de tres variables: el coste de la refinanciación, el crecimiento del PIB nominal y la situación fiscal, que se mide con el balance primario. En países financieramente frágiles, la austeridad fiscal no representa una opción para estabilizar el ratio de deuda. De hecho, la austeridad perjudica en lugar de beneficiar, ya que tiende a ralentizar el crecimiento del PIB nominal, lo que en última instancia conduce a un mayor ratio de deuda/PIB. La variable clave estriba en realidad en la diferencia entre el coste de refinanciación y el crecimiento del PIB nominal.

Por citar un ejemplo de otra época y otro país, las altas tasas de refinanciación no fueron un problema en los años 60 y 70 en Estados Unidos. En estas dos décadas, el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años aumentó del 4 % a más del 10 % y el ratio de deuda pública/PIB disminuyó del 65 % al 42 %, tal y como ilustra el gráfico 2. Aunque a primera

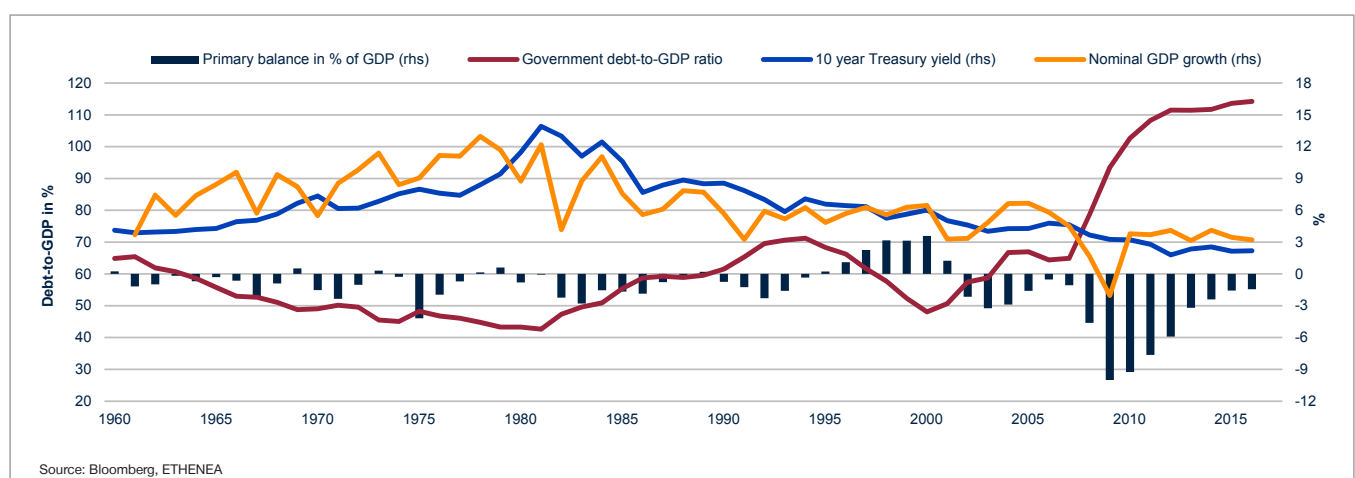


Gráfico 2: Oscilaciones del ratio de deuda/PIB estadounidense

² Fuente: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170124_1.en.html

³ Fuente: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>

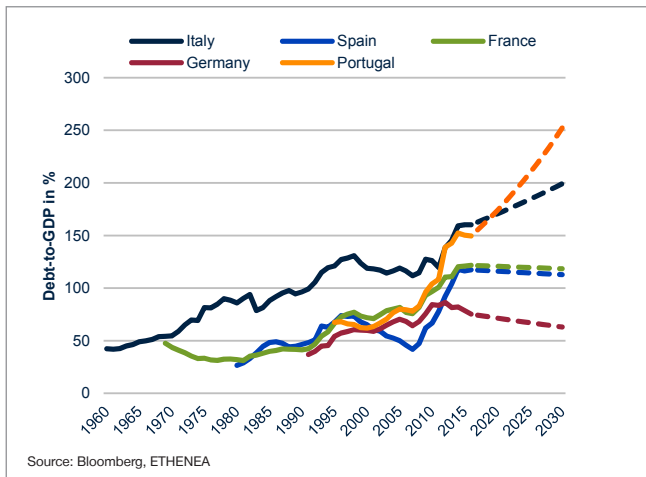


Gráfico 3: Trayectoria del ratio de deuda/PIB

vista puede parecer sorprendente, la razón subyacente es sencilla: el crecimiento del PIB nominal fue mayor que el coste de refinanciación de la deuda. Como el denominador – el PIB nominal – creció más rápido que el numerador – la deuda –, el ratio de deuda/PIB disminuyó. Obsérvese que durante este periodo, los Estados Unidos estaban inmersos en la guerra de Vietnam e incurrieron en continuados déficits primarios.

Este episodio histórico nos ha enseñado que cuando el coste de refinanciación (rendimientos de la deuda pública) es inferior al crecimiento del PIB nominal, el ratio de deuda/PIB disminuye, incluso en periodos de déficit primario. Lo contrario también es válido. En un periodo de política monetaria restrictiva, por ejemplo, como sucedió en la década de 1980, cuando Paul Volcker consiguió doblegar la inflación, los rendimientos de la deuda pública se revelaron superiores al crecimiento nominal y el ratio de deuda/PIB en Estados Unidos aumentó. Un alto crecimiento nominal, junto con un bajo coste de refinanciación, resulta una manera efectiva de reducir el ratio de deuda.

Sobre la base de las actuales previsiones económicas del consenso de Bloomberg, una reducción gradual de estímulos, tal y como se contempla en nuestro escenario, pondría en riesgo a Italia y Portugal, incluso si ambos países se comprometen a lograr equilibrios fiscales en los próximos años. Como propuesta ilustrativa (Gráfico 3), hemos trazado la trayectoria del ratio de deuda/PIB de un par de países hasta 2030, suponiendo que los rendimientos permanezcan en el nivel implícito en nuestro es-

cenario de reducción gradual de estímulos, que el crecimiento del PIB nominal no cambie a partir de 2018, es decir, que no se prevé una recesión, y finalmente, que los gobiernos logren un balance primario anual en el futuro (el gráfico 4 resume nuestras suposiciones y consecuencias).

Countries	Debt-to-GDP		2017-2030 assumptions		
	2016	2030	Nominal growth	Yields	Primary deficit
Italy	160 %	199 %	2.20 %	3.80 %	0 %
France	122 %	118 %	2.70 %	2.50 %	0 %
Germany	75 %	63 %	3.30 %	2.00 %	0 %
Portugal	150 %	252 %	2.60 %	6.50 %	0 %
Spain	117 %	113 %	3.40 %	3.10 %	0 %

Source: Bloomberg, ETHENEA

Gráfico 4: Supuestos e implicaciones de una reducción de estímulos en Europa*

Aunque la trayectoria de la deuda portuguesa es más espectacular que la italiana, consideramos que Italia constituye un mayor riesgo para la zona euro. En euros, la deuda italiana asciende a 2,360 billones de euros, aproximadamente diez veces la deuda portuguesa, que con 239.000 millones de euros es menor que la deuda griega (322.000 millones de euros).

” El país transalpino es demasiado grande para quebrar y, por tanto, representa un riesgo sistémico para la zona euro en su conjunto. “

Después de Estados Unidos y Japón, Italia es el tercer país más endeudado del mundo. El país transalpino es demasiado grande para quebrar y, por tanto, representa un riesgo sistémico para la zona euro en su conjunto.

El feo

La zona euro era frágil y fue salvada *in extremis* por el BCE el 26 de julio de 2012, cuando Mario Draghi dijo lo siguiente: «durante nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que sea necesario para preservar el euro. Y, créanme, eso será suficiente». ⁴ Si bien la afirmación lo que sea necesario llamó la atención, *durante nuestro mandato* marca el límite real de la flexibilidad de la intervención del BCE. Mientras

⁴ Fuente: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

la inflación siga siendo baja, una política de tipos bajos y expansión cuantitativa persigue el doble objetivo de estabilidad de precios y estabilidad sistémica. El problema cuando aumenta la inflación radica en que, en última instancia, pondrá en peligro este frágil equilibrio.

La zona euro es frágil. No se ha logrado ningún progreso significativo en términos de integración política y fiscal ni en materia de reformas estructurales. Más que nunca, la zona euro necesita un banco central acomodaticio, cuya verdadera naturaleza se revelará tan pronto como la inflación repunte. En

» Si la inflación realmente vuelve, estos dos conceptos se opondrán de manera vehemente en un peligroso juego de reducción gradual de estímulos. «

Europa se enfrenta a dos aspectos de banco central. El aspecto jurídico, que encuentra su voz en la persona de Sabine Lautenschläger, abogada de formación, y cuya tendencia natural es

garantizar que el banco central respete su mandato de garantizar la estabilidad de precios, haciendo lo que sea necesario. Por otra parte, está el aspecto económico, encarnado por Mario Draghi, economista de formación, y cuya inclinación natural es garantizar que el banco central mantenga el sistema financiero incluyendo instituciones, gobiernos, mercados y divisas haciendo lo que sea necesario. Si la inflación realmente regresa, estos dos aspectos se opondrán de manera vehemente en un peligroso juego de reducción gradual de estímulos.

Si este análisis resulta ser correcto, serán los rendimientos italianos los que fijen el nivel del tipo libre de riesgo, no los rendimientos alemanes ni los estadounidenses. Como Italia es demasiado grande para quebrar debido a sus posibles consecuencias desastrosas para el sistema de la zona euro, esta última permanecerá *libre de riesgo* mientras los rendimientos italianos se mantengan por debajo del crecimiento del PIB nominal, que se espera que se sitúe en el 2,2 % en los próximos años, una cifra que supone, en esencia, el nivel del rendimiento italiano a 10 años en el momento de redactar este artículo. Puede que hayamos alcanzado el tipo libre de riesgo más alto de este año.



Autor >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Posicionamiento de los Ethna Funds >>



Ethna-DEFENSIV

Mientras que los rendimientos europeos se movieron constantemente al alza el pasado mes, el panorama fue ligeramente diferente al otro lado del Atlántico. En modo de espera hasta la toma de posesión de Donald J. Trump como presidente número 45 de los Estados Unidos el 20 de enero, las rentabilidades a 10 años cayeron inicialmente del 2,50 % a casi el 2,30 %, para subir de nuevo hacia finales de mes al 2,47 % a causa de distintos decretos presidenciales sumamente controvertidos. El inicialmente estable mercado de renta variable europeo experimentó una notable presión hacia el final del mes como consecuencia del veto de entrada impuesto a los musulmanes y de la atención de la Casa Blanca a las ventajas competitivas presuntamente injustas de Alemania. Los índices estadounidenses pudieron defender por el momento los incrementos acumulados durante el mes. La deuda corporativa tuvo un desempeño análogo al de los mercados de renta variable, por lo que los diferenciales en USD se mantuvieron básicamente constantes, en tanto que los diferenciales en euros se ampliaron hacia finales de mes. Así pues, unos mercados muy politizados.

En este entorno, la gestión del fondo Ethna-DEFENSIV continuó actuando con cautela y mantuvo una duración corta dentro de un margen de entre dos y cuatro años, cerrando el mes en tres años. La proporción de renta variable se incrementó ligeramente, hasta el 3,9 %, debido a la mejora de los datos fundamentales. La reestructuración de la cartera de renta fija se llevó a cabo de manera oportunista en favor de la deuda subordinada *old rule*, de manera que la proporción de bonos sin calificación de grado de inversión de la cartera subió ligeramente hasta el 13 %.

Asimismo, el mes pasado los movimientos de los tipos de cambio fueron notables y diversos. Mientras que el euro se revalorizó considerablemente frente al dólar estadounidense en contra de la tendencia fundamental (+3 %), un hecho atribuible sin duda a los ataques verbales procedentes de Washington, el euro cayó casi un 2 % frente a la corona noruega. Ethna-DEFENSIV pudo participar de esta última evolución positiva, puesto que subimos ligeramente la proporción de NOK al 1,7 %. La evolución del dólar, en cambio, tuvo un impacto negativo sobre la rentabilidad.

Para el mes que viene esperamos una continuación de las turbulencias. Por lo tanto, seguiremos gestionando los riesgos de forma muy activa.

Ethna-AKTIV

Acompañado de un gran ruido político, el mercado de renta variable estadounidense se volvió a estabilizar en una banda sumamente estrecha y, por ello, la volatilidad implícita del S&P500 siguió cayendo a niveles próximos a mínimos históricos.

Esto oculta un poco los movimientos bastante más fuertes en el plano sectorial, donde cada declaración del nuevo Gobierno se absorbe y procesa ávidamente. Al mismo tiempo, los datos macroeconómicos acabaron por ser relativamente homogéneos. Aunque la primera estimación del PIB de Estados Unidos para el primer trimestre apunta a un crecimiento menor del esperado, diversos indicadores *débiles*, como el *small business optimism* y el PMI, se mantuvieron en valores sólidos.

En los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años parecía que habría un nuevo retroceso de los tipos de interés tras la normalización iniciada en diciembre. Sin embargo, impulsados por las crecientes previsiones inflacionistas y los rendimientos reales, estos se han movido de nuevo hacia el 2,5 % desde mediados de enero, lo que conllevó una curva de tipos más abrupta en vista de la ausencia de variación de los tipos a corto plazo.

Habida cuenta del efecto de base del precio del petróleo, prevemos que la inflación general continuará subiendo hasta que termine febrero. A pesar de que se trata de un efecto temporal y relativamente previsible, creemos que mantendrá los mercados de renta fija controlados. Por este motivo, continuamos reduciendo la duración modificada de la cartera de Ethna-AKTIV en el transcurso del mes. Esto va acompañado de una comparativa mensual un poco más baja del rendimiento actual.

A nivel de los distintos valores, ampliamos nuevamente nuestra exposición a los bonos BBB ya que estos ofrecen una mejor amortiguación frente a la subida de las tasas de inflación y tipos de referencia más altos gracias a sus diferenciales más amplios.

Por otro lado, compramos más títulos AAA, y redujimos activamente nuestra posición de efectivo a través de una mayor exposición bruta a renta variable.

Nuestra proporción neta de renta variable volvió a subir ligeramente durante el mes, hasta el 24,7 %. A este respecto, aumentamos sensiblemente tanto la exposición bruta como nuestra exposición de futuros. Como ya ocurrió a finales del mes pasado, actualmente no mantenemos opciones de venta ni posiciones de futuros en corto. Seguimos considerando que el entorno actual es favorable a la renta variable, pero no vemos un fuerte impulso a corto plazo. De ahí que nos sintamos bien con una proporción de renta variable más bien neutra. En nuestra cartera de renta variable aumentamos la exposición tanto al sector bancario como al sector automovilístico. Estos dos sectores siguen cotizando con múltiplos bajos y resultan atractivos en un entorno de tipos con una ligera tendencia al alza.

En cuanto al segmento de las divisas, se produjo un cambio significativo en nuestra nueva inversión en NOK. A la vista de la sobrevaloración fundamental del USD, de las fuertes reacciones del EUR-USD a las declaraciones de Trump y de la incertidumbre en torno a la política monetaria del BCE y los problemas estructurales de Europa, consideramos la NOK una diversificación atractiva y una cobertura cruzada frente a las subidas de los precios de las materias primas y de las tasas de inflación.

Ethna-DYNAMISCH

En Ethna-DYNAMISCH redujimos ligeramente la elevada proporción de renta variable pues parece que determinados sectores del mercado alcanzarán su límite a corto plazo. Esto se aplica especialmente al mercado de renta variable estadounidense, donde vendimos tres acciones individuales (Affiliated Managers Group, Amdocs y Wal-Mart), reduciendo aún más el peso de la renta variable estadounidense del 20 % a aproximadamente el 16 % del fondo. En Europa (aprox. 33 %) y Asia

(aprox. 11 %) apenas hay ajustes en la ponderación del fondo, por lo que a fin de mes se obtuvo una proporción de renta variable de alrededor del 60 % bruto o 54 % neto, teniendo en cuenta las opciones de venta mantenidas. Las acciones europeas siguen siendo nuestras preferidas dentro de la asignación regional, mientras que en el plano sectorial prestamos una especial atención a los sectores tecnológico, financiero y de telecomunicaciones. Mediante operaciones selectivas pudimos mejorar de nuevo los datos esenciales de la cartera de renta variable a lo largo del mes, que ahora registra una relación cotización-beneficio prevista de 10,5 veces y un rendimiento por dividendo del 3,3 %.

En el segmento de los bonos de tipo fijo mantuvimos la posición ya descrita a finales de diciembre sin grandes ajustes, lo que supone que, por un lado, el 10 % del fondo sigue estando invertido en bonos del Tesoro estadounidense a muy largo plazo. Aquí vemos una extraordinaria oportunidad de diversificación del riesgo en el contexto de la cartera. Por otro lado, mantenemos otro 10 % de la cartera en siete bonos estadounidenses selectos de alto rendimiento, que en conjunto ofrecen unas posibilidades de rentabilidad muy atractivas. Así, en total invertimos un 20 % en bonos con un rendimiento actual del 5,3 % para una duración modificada de 11,5.

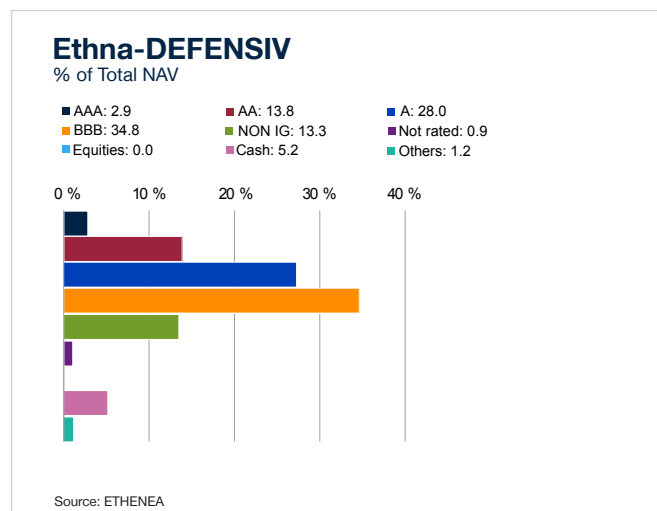
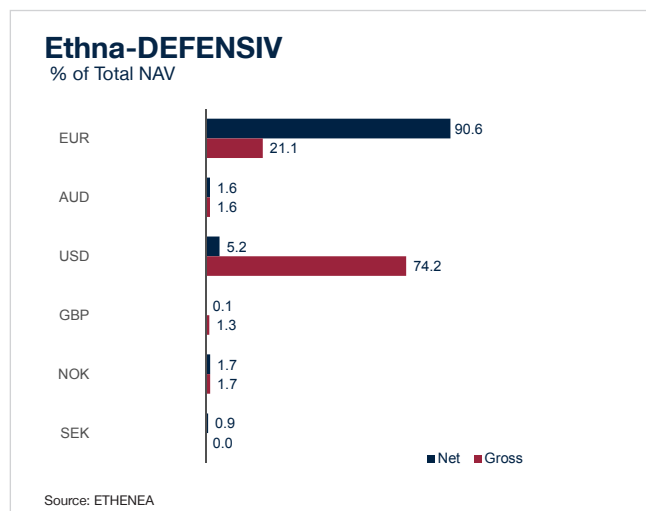
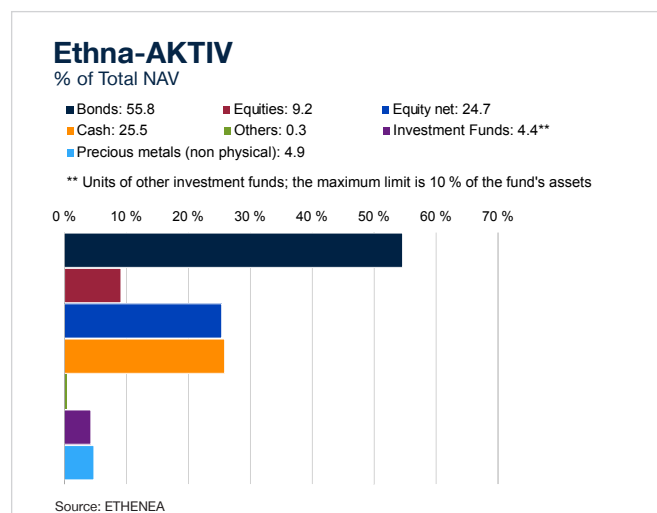
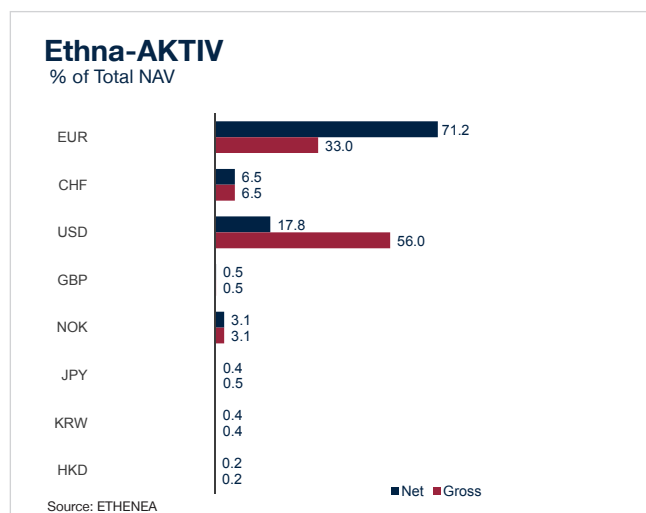
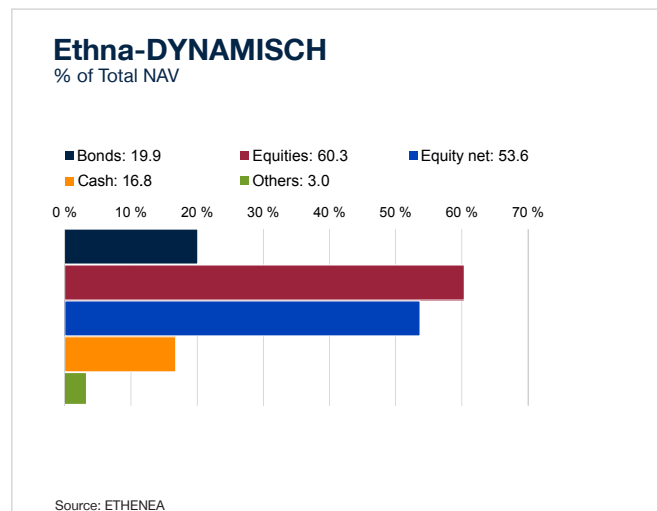
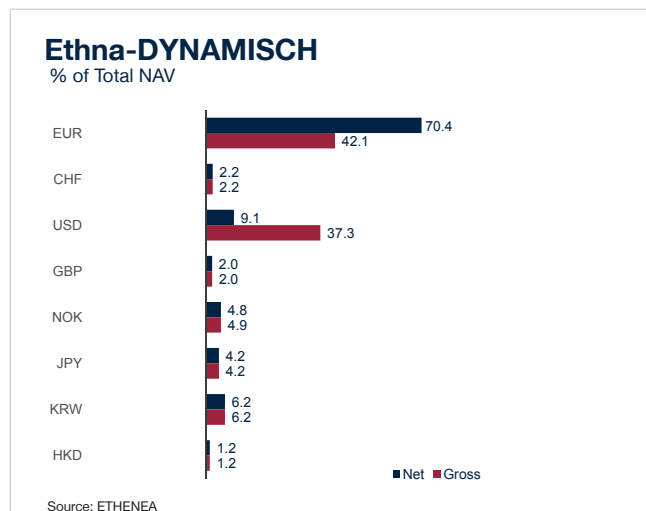
En enero añadimos una posición en oro del 2,5 % como nueva incorporación al fondo. Tras las notables caídas de los precios en noviembre y diciembre de 2016, creemos que este metal precioso, en los niveles de precios alcanzados recientemente, es un complemento adecuado para la cartera, por lo que consideramos ampliar nuevamente esta posición hacia el 5 % en el futuro. Si se instalara nuevamente la incertidumbre política, esta composición de la cartera debería poder desplegar todo su potencial.

El saldo de efectivo de Ethna-DYNAMISCH continúa prácticamente invariable en torno al 17 %, estando un tercio del mismo invertido en coronas noruegas. En todas las inversiones la exposición a divisas ronda el 30 %, por lo que vuelve a situarse en el nivel del mes precedente.

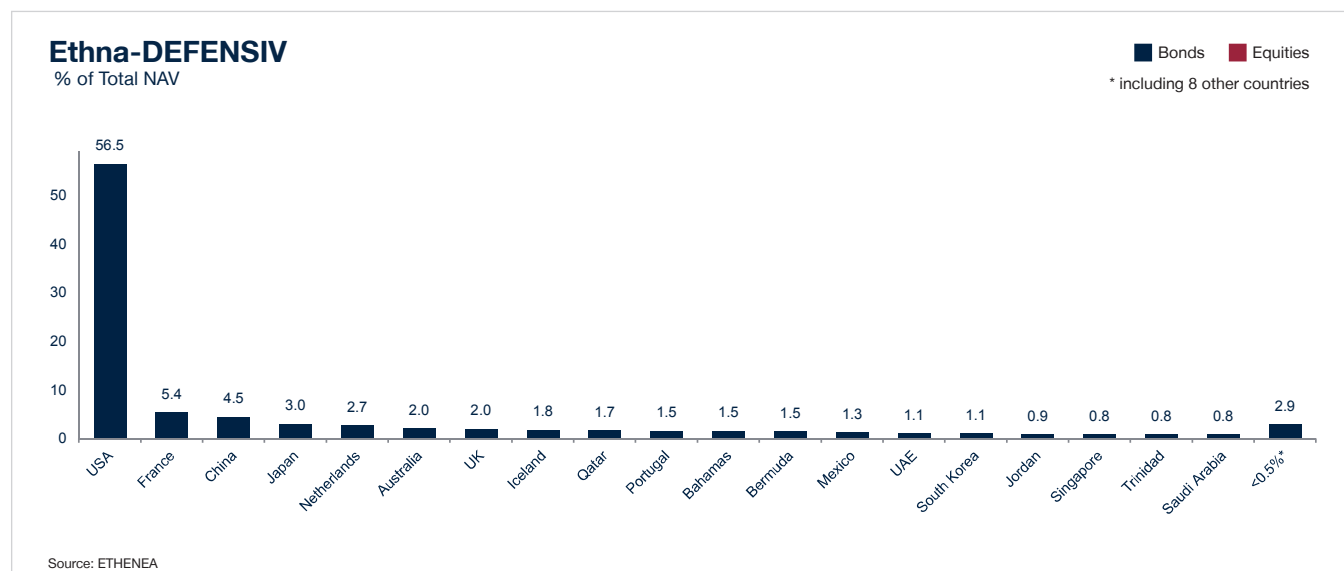
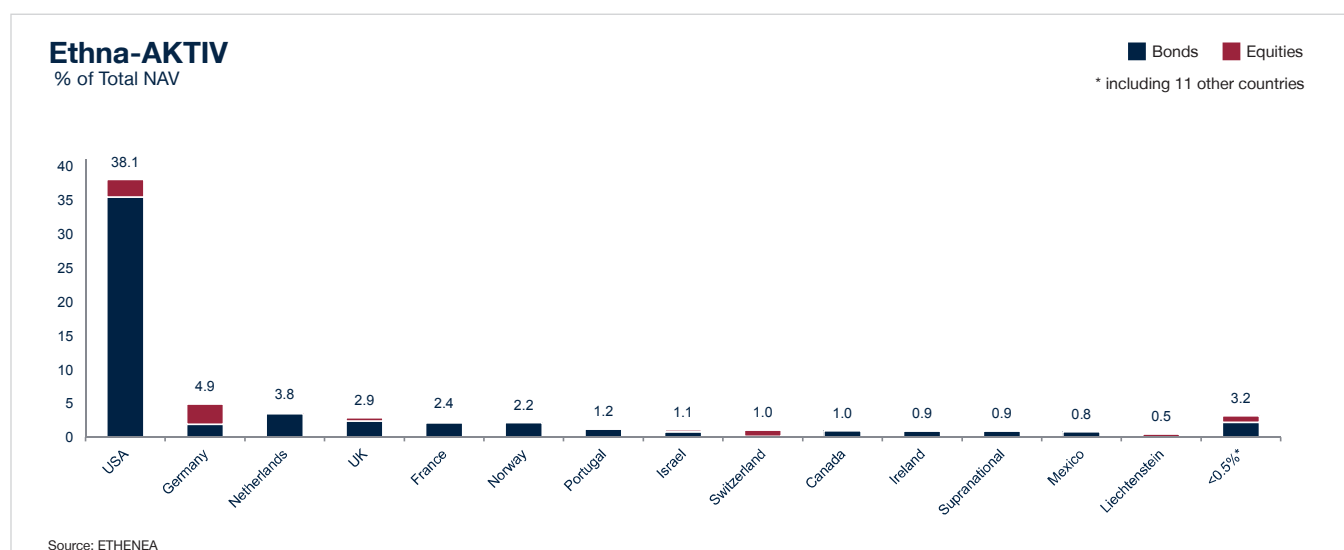
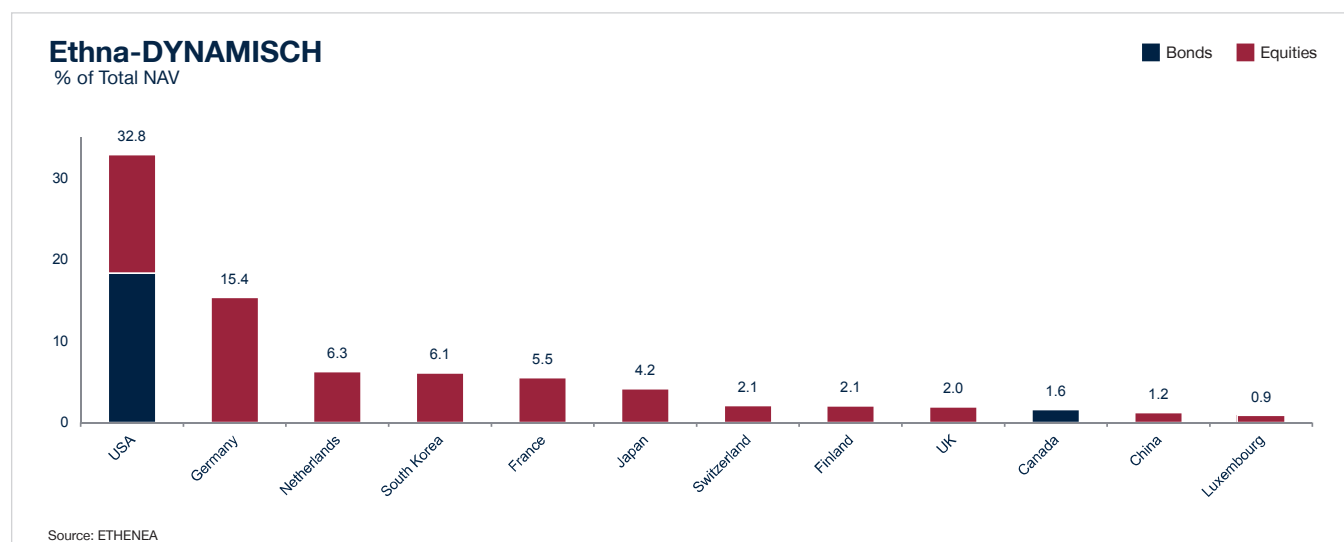
Autores >>

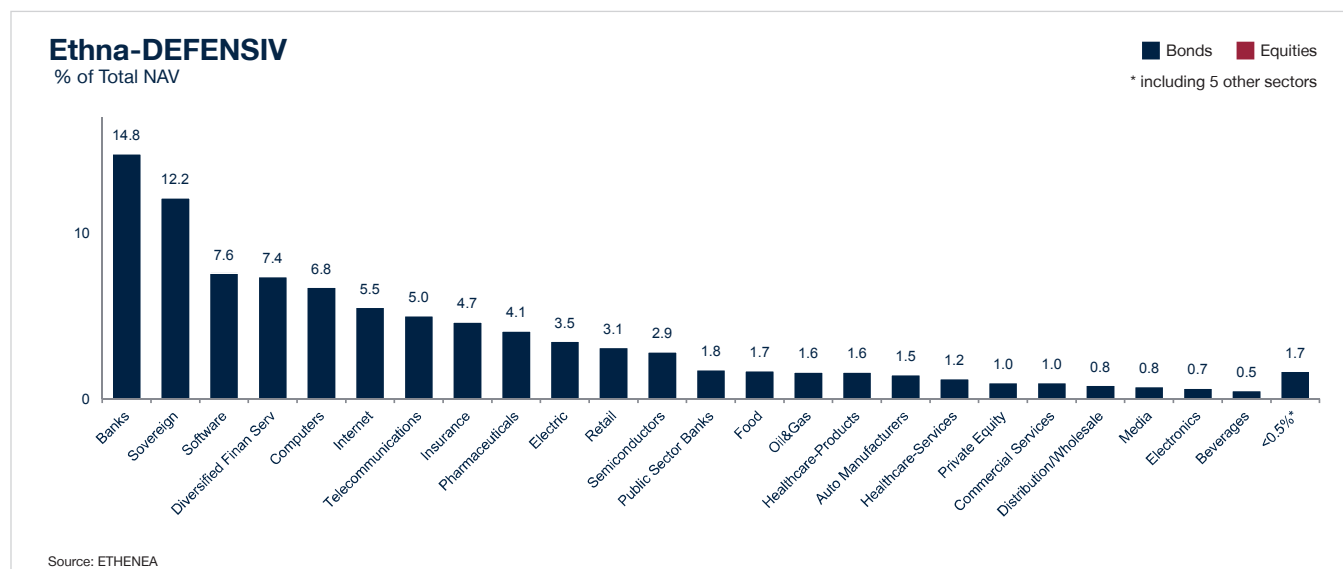
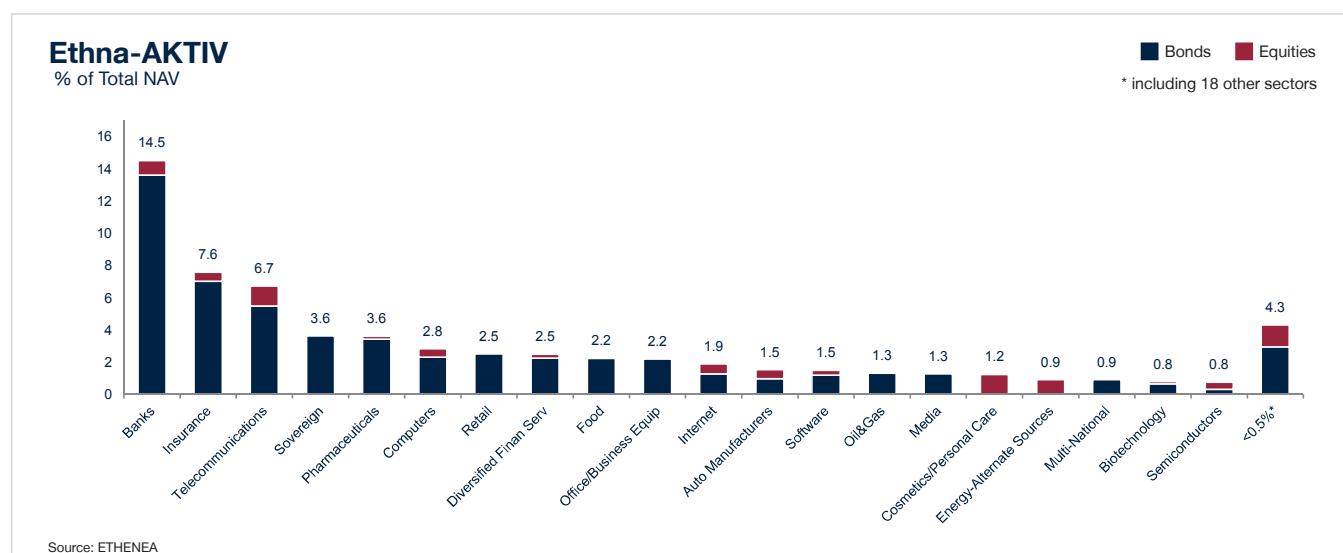
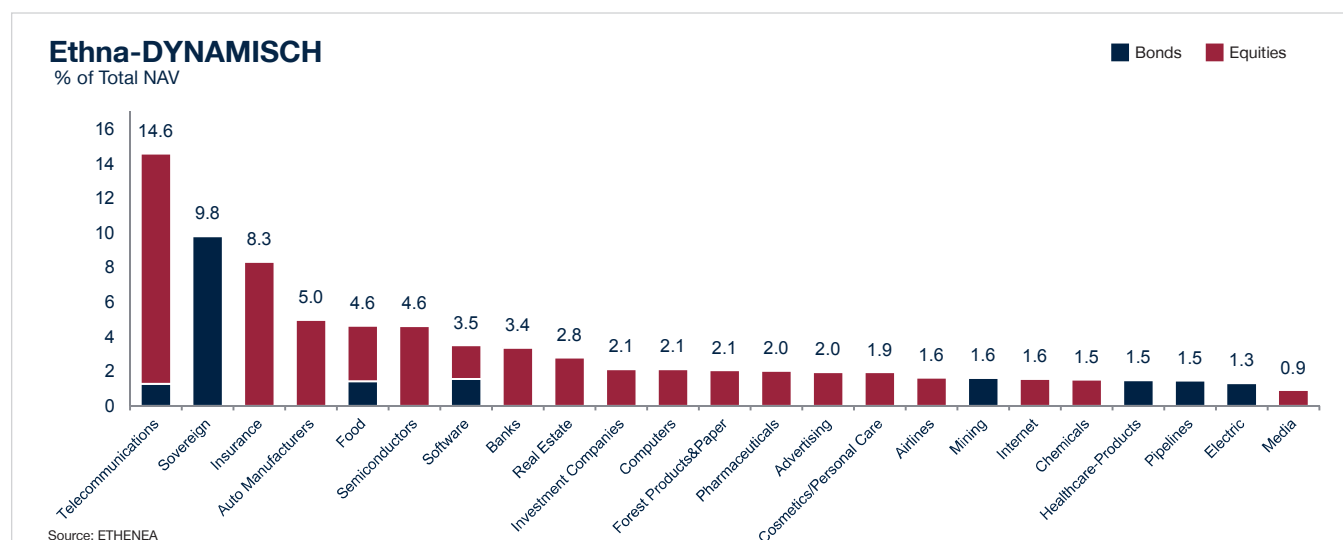
Portfolio Management

Guido Barthels, Thomas Herbert, Luca Pesarini,
Christian Schmitt, Daniel Stefanetti, Peter Steffen,
Arnoldo Valsangiacomo y equipo

Gráfico 5: Relación de la clasificación del **Ethna-DEFENSIV***Gráfico 8: Composición de la cartera del **Ethna-DEFENSIV** por divisa*Gráfico 6: Estructura de la cartera⁵ del **Ethna-AKTIV***Gráfico 9: Composición de la cartera del **Ethna-AKTIV** por divisa*Gráfico 7: Estructura de la cartera⁵ del **Ethna-DYNAMISCH***Gráfico 10: Composición de la cartera del **Ethna-DYNAMISCH** por divisa*

⁵ 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 11: Composición de la cartera del **Ethna-DEFENSIV** por origen*Gráfico 12: Composición de la cartera del **Ethna-AKTIV** por origen*Gráfico 13: Composición de la cartera del **Ethna-DYNAMISCH** por origen*

Gráfico 14: Composición de la cartera del **Ethna-DEFENSIV** por sector del emisor*Gráfico 15: Composición de la cartera del **Ethna-AKTIV** por sector del emisor*Gráfico 16: 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



Sentados (de izquierda a derecha): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen. *De pie (de izquierda a derecha):* Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research de ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (no aparecen en la fotografía).

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

>> ¿Le gustaría ver las aportaciones de nuestro Head of Research?



Visite la sección de **vídeos** de nuestra web.
ethenea.com/goto/videos

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, 31/1/2017.