



ICADE BUSINESS SCHOOL

MASTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

Relación de la renta variable con el entorno macroeconómico internacional

Autor: Ramón de Salas Cansado

Director: Roberto Madrid

Madrid
Julio 2015

Resumen

El sector financiero ha crecido de manera muy considerable a lo largo de los últimos veinte años, tanto nacional como internacionalmente. El objetivo del trabajo es analizar la evolución de unos fondos de evolución y sus índices de mercado respecto a los ciclos económicos del PIB. El análisis muestra clara diferencias tanto macroeconómicas como bursátiles. También se evalúan sus rendimientos en función de la teoría de carteras actual, principalmente basándonos en modelos de regresión simple y el CAPM, demostrando la ineficiencia de los mismos. Por último se realiza un análisis por diferencias obteniendo resultados que chocan una vez más con el modelo CAPM. Ofreciendo sin embargo un enfoque distinto del debate entre gestión pasiva y gestión activa.

Palabras clave: Fondos de inversión, macroeconomía, CAPM.

Abstract

The financial industry has grown up very quickly in the last twenty years, not only in the national area also international. The objective of this paper is to analyze the evolution of a few mutual funds and their own benchmarks related to the GDP cycles of each economy. The results show us some important differences in macroeconomic and stock markets. We also evaluated the performances using the currency theory models of portfolio analysis, with special focus in the CAPM model and the simple regression model, showing the inefficient of them. To conclude we had realized a study by differences achieving some interesting results that clash with the CAPM model, offering a new perspective in the active and passive management debate.

Key Words: Mutual funds, macroeconomic, CAPM.

Índice

Resumen	2
Abstract	2
Objetivos y Justificación.....	4
Metodología.....	5
Introducción.....	8
Análisis de los datos	10
Bloque 1: Evolución histórica de los fondos y sus respectivos índices de referencia.	10
Bloque 2: Relación del crecimiento del PIB y los tipos de interés.....	19
Bloque 3: Comparación de las estimaciones según los distintos modelos clásicos.	27
Bloque 4: Diferencias entre gestión pasiva y gestión activa en función del ciclo económico.....	37
Conclusiones	39
Futuras líneas de investigación.....	41
Bibliografía.....	42
Anexos	43

Objetivos y Justificación

El objeto del trabajo se centra en la evolución de tres fondos de inversión particulares y sus respectivos índices de referencia dentro de los mercados bursátiles.

A continuación se realizarán unas pequeñas predicciones de los fondos de inversión bajo uno de los supuestos de eficiencia desarrollados por Fama, buscando de esta forma las principales relaciones con las variables propuestas a lo largo de nuestro estudio. Se intentará contrastar dichos resultados con los actuales modelos de mercado.

Por otro lado, se realizará una relación de cada fondo de inversión con su ciclo económico particular, tratando de averiguar si existen diferencias sostenibles entre la gestión pasiva o la gestión activa en función del ciclo existente.

La motivación del mismo es cuestionar desde un marco puramente teórico, si los modelos actuales como el Capital Asset Pricing Model, en adelante CAPM, ofrecen resultados más consistentes que otros modelos alternativos que incluyan factores macroeconómicos en el mismo.

Por otro lado la última parte del trabajo trata de aportar una visión diferencial al sector financiero, en lugar de buscar qué tipo de gestión es más consistente a lo largo del tiempo. Trataremos de averiguar, de forma empírica, cómo maximizar nuestra rentabilidad intentando hacer un uso conjunto de ambos tipos de gestión.

Además, a su vez, la oportunidad de profundizar y maximizar los conocimientos sobre el desarrollo y evolución de la industria financiera durante los últimos años, mejorando día a día, y en constante evolución que supone uno de los instrumentos más importantes de intermediación financiera dentro del tejido económico de este mundo tan globalizado.

Metodología

Antes de nada hay que definir el ámbito geográfico de nuestro trabajo. El primer país elegido es Estados Unidos dado que es la primera potencia mundial, el segundo país es Alemania siendo el referente de la economía europea y por último España al ser el centro de nuestro estudio.

Para realizar el estudio propuesto, dado que se trata en su gran mayoría de un estudio cuantitativo, es encontrar datos fiables, de calidad, y consistentes a lo largo de la serie.

La primera tarea que se ha realizado es la elección de fondos de inversión con políticas de inversión muy estrictas en cuanto al tipo de activo y la zona geográfica. Buscando que estuvieran altamente invertidos en los países del estudio y que a su vez estuvieran principalmente (+75%) invertidos en activos de renta variable, además de tener una serie histórica suficientemente grande. Para evitar sesgos también se impuso como requisito que tuvieran un periodo de liquidación diario.

Para el filtrado de fondos se ha utilizado la base de datos de Morningstars donde hemos obtenido los siguientes fondos y sus respectivos índices de referencia:

➤ Para España:

SANTANDER RV ESPAÑA BOLSA, FI (Isin: ES0114039037)

IBEX 35

➤ Para Alemania:

DWS DEUTSCHLAND (Isin: DE0008490962)

DAX 30

➤ Para Estados Unidos:

BGF US BASIC VALUE FUND (Isin: LU0072461881)

RUSSEL 1000

Ver fichas de los fondos en Anexo.

Una vez seleccionado los fondos, hemos obtenido los datos tanto de los fondos como de los índices de referencias de la base de datos Bloomberg. Los datos se obtuvieron de forma trimestral, en los casos que no había dato se utilizó el del día anterior. El rango de datos estudiados va desde 1999 T1 hasta 2015T1, siendo un total de 65 observaciones.

Para evitar distorsiones debido a los distintos métodos de valoración de los fondos y las escalas de los propios índices, se ha trabajado todo con variaciones trimestrales.

Por otro lado se han obtenido las series históricas desestacionalizadas del crecimiento del PIB de cada uno de los tres países analizados desde 1999 T1 hasta 2015 T1. Han sido tomados de las siguientes bases de datos. Para España la base de datos utilizada ha sido el Instituto Nacional de Estadística (INE), para Alemania la Oficina Federal de Estadísticas (Destatis) y para Estados Unidos se han tomado los datos del Bureau of Economic Analysis (BEA).

También se obtuvieron por otro lado los precios trimestrales del bono a diez años de cada país. Estos datos se obtuvieron de Eurostat, la base de datos europea.

El trabajo está subdividido en cuatro grandes bloques..

El primero trata de ver el comportamiento histórico de los fondos seleccionados y sus respectivos índices de referencia a lo largo de la serie, realizando un sencillo análisis estadístico y de correlaciones.

El segundo bloque está más enfocado al análisis de las variables macroeconómicas el crecimiento del producto interior bruto y su relación con los tipos de interés.

En el tercero se tratará mediante el modelo de mínimos cuadrados ordinarios y CAPM de hacer algunas predicciones de los fondos de en función de los resultados obtenidos y de las variables analizadas a lo largo de todo el trabajo, haciendo hincapié en las diferencias obtenidas en los resultados.

El cuarto y último bloque busca ver las principales relaciones entre los ciclos económicos y los distintos resultados obtenidos en función del tipo de gestión mediante un análisis diferencial.

Con todo ello trataremos de ver como de fuerte son las interrelaciones entre la macroeconomía y los resultados en los mercados bursátiles de renta variable.

Para este trabajo tomamos de referencias los índices como gestión pasiva. Los datos de los fondos llevan incluidos sus comisiones de gestión y de éxito, ya que van incluidos en los valores liquidativos, siendo los únicos precios públicos. Sin embargo los índices de referencia se muestran sin gastos ni comisiones algunas.

Todas las tablas, gráficos e ilustraciones son de elaboración propia.

Introducción

La industria financiera es de vital importancia a la hora de canalizar los flujos de inversión dentro de la sociedad. En los últimos años desde los años ochenta, cuando se aprobó en 1984 la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva estableciéndose así un entorno legal propicio para el crecimiento de la industria. Surgiendo así los fondos de inversión, como una nueva inversión alternativa, la cual destaca por canalizar el patrimonio de los inversores particulares.

Según el estudio realizado por Torre y García (2002), en el cual se evidencia el éxito y el gran crecimiento del sector financiero con el desarrollo de tres agregados económicos: el volumen total de activos gestionados, el número de participantes suscritos y el número total de fondos de inversión colectiva existentes en el sector. Con los dos primeros agregados son capaces de evaluar el nivel de demanda de estos nuevos productos financieros, mientras que con el último caracteriza la oferta del sector, obteniendo con ellos resultados empíricos de dicha evolución temporal.

Durante la década de los noventa se dio un crecimiento exponencial dentro del sector, pasando de 7.000 millones de euros gestionados a una cifra 25 veces mayor en 2001 como exponen Ciriaco y Santamaría (2005) en su trabajo. A raíz de la crisis sufrida a principios del siglo veinte, la famosa crisis de las puntocom, se obtuvieron bastantes rentabilidades negativas que frenaron de forma drástica el crecimiento del sector y del volumen de activos gestionados. El número de participantes creció de la mano del sector, siendo uno de los promotores básicos del aumento de la demanda.

Sin embargo, estos factores están promovidos, sin duda alguna, por las ventajas clásicas que este instrumento financiero posee, como son: la liquidez, el constante flujo de información para el inversor, regulación por parte de un mecanismo oficial (CNMV, BAFIN, SEC, etc.), las ventajas fiscales que promueven los gobiernos y la obtención de una gestión profesional y con experiencia.

Al tratarse de un instrumento de inversión colectiva, permite a los inversores optar a un mayor número de activos financieros que de otra forma les resultaría imposible, al menos para la mayoría.

La inversión colectiva además ofrece una gran diversificación de la cartera. Existen cantidad de artículos, libros y estudios que evidencian los beneficios de tener una cartera diversificada, desde las teorías clásicas como Grubel (1996) o Solnik (1974). Donde ponen de manifiesto que una buena diversificación elimina de forma significativa el riesgo sistemático, quedando de esta forma expuestos únicamente al riesgo sistémico propio del sector.

Todas estas diferencias frente a las inversiones clásicas de renta variable o fija son los propulsores y motores del crecimiento exponencial que se ha dado en la industria financiera de inversión estos últimos años.

Siendo uno de los instrumentos financieros punteros del momento hemos querido realizar un estudio en su gran mayoría cuantitativo sobre la evolución de la renta variable en España, Alemania y Estados Unidos, particularmente con la evolución de los fondos de inversión y los principales índices de referencia bursátiles.

Análisis de los datos

Bloque 1: Evolución histórica de los fondos y sus respectivos índices de referencia.

En este bloque se muestra un estudio estadístico univariante de la evolución histórica de los fondos seleccionados anteriormente y de sus respectivos índice de referencias.

Primero comenzaremos con el análisis del fondo español.

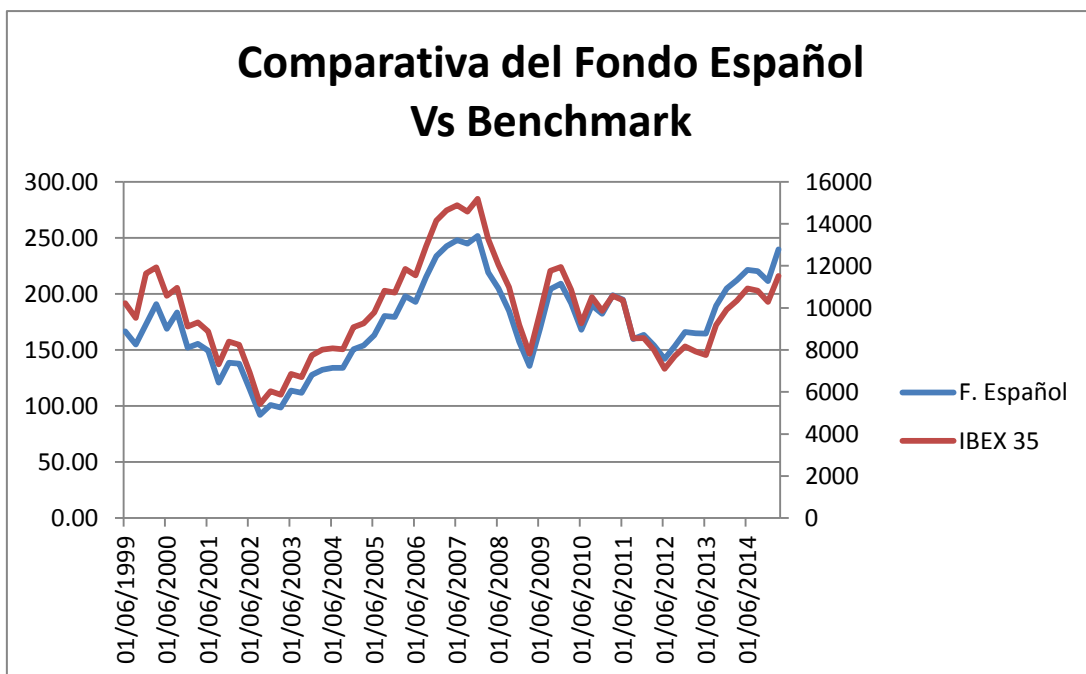


Gráfico 1 Evolución histórica del fondo de inversión Español y de su índice de referencia.

En este gráfico se muestra la serie temporal del fondo Español, como se puede observar el fondo sufrió tres fuertes caídas. La primera caída se dio durante los tres primeros años de la serie con la famosa crisis de las puntocom, la segunda y más importante fue desde finales de 2007 hasta finales de 2008, correspondiente a la crisis global actual. La cual tuvo otro repunte a mediados de 2011 hasta principios de 2012. También se observa que el fondo no fue capaz de batir a su índice de referencia hasta mediados de 2012, desde entonces se ha situado siempre por encima. Además

destacar que existe una alta correlación entre el fondo y el índice de referencia. En la cual se profundizará más adelante mediante un pequeño análisis estadístico.

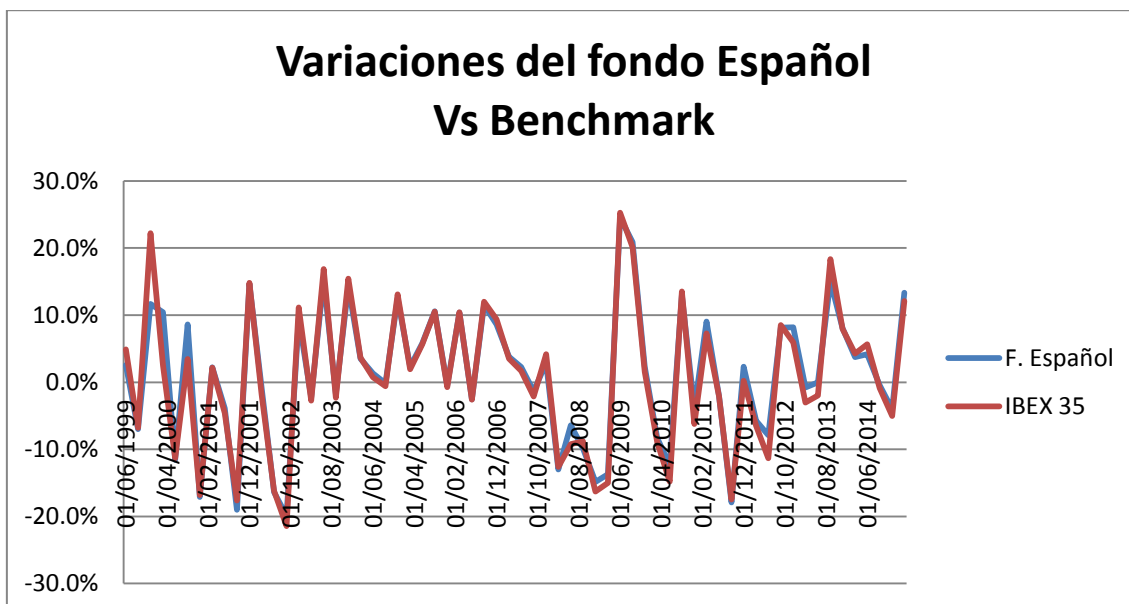


Gráfico 2 Variaciones trimestrales del fondo de inversión Español y de su índice de referencia.

A continuación se observa cómo han ido variando las tasas de crecimiento del fondo a lo largo del tiempo. Se puede apreciar que en las épocas de crisis ha llegado a reducciones del 20% en un solo trimestre. También se ve como en la crisis de 2008 se mantuvo durante más de cuatro periodos con tasas de decrecimiento por encima del 5%. Viendo el gráfico con detenimiento se observa claramente como la evolución del índice de referencia hasta 2010 aproximadamente es un algo más volátil que el fondo, ya que tanto sus subidas como sus caídas son un poco más grandes.

	Fondo Español	Ibex 35
Media	1.1%	0.8%
Mediana	2.3%	1.2%
Máximo	24.6%	25.2%
Mínimo	-19.9%	-21.4%
Des. estándar	10.2%	10.7%
Ratio Sharpe	0.00	-0.09

Tabla 1 Estadísticas del fondo de inversión Español y su índice de referencia.

Se observa como el fondo español obtiene mejores rentabilidades que su índice de referencia pese a no superarlo en gran parte de la muestra analizada. Su volatilidad es algo menor que la del Ibex 35 y sus rendimientos a lo largo del tiempo son mayores. El ratio de Sharpe se ha obtenido de manera trimestral, trabajando siempre con las estadísticas obtenidas. El ratio de Sharpe indica la relación entre los beneficios obtenidos y el riesgo asumido. Como es lógico, ya que el fondo español tiene un poco menos riesgo que su índice de referencia y mayor rentabilidad de promedio, obtiene mejor ratio. Para el fondo español se obtiene un ratio de 0, lo cual significa que estas asumiendo un riesgo mayor obteniendo la misma rentabilidad que el bono. Destacar que el índice de referencia tiene un ratio negativo al ofrecer menores rentabilidades que el bono de forma trimestral.

A continuación se prosigue con el estudio del fondo alemán.

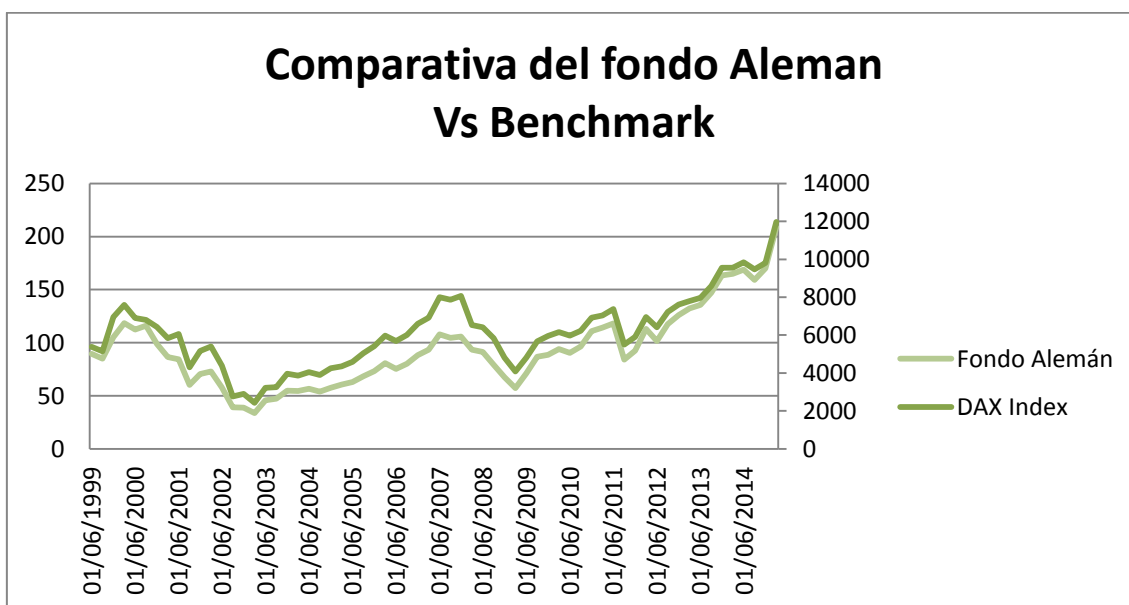


Gráfico 3 Evolución histórica del fondo de inversión alemán y de su índice de referencia.

El siguiente gráfico nos muestra una comparación del fondo alemán con su índice de referencia, el Dax 30, en el se puede observar tres grandes caídas en los mismos momentos que en España. Principalmente la crisis de las puntocom a principio de los 2000 y la crisis global en 2008 con su repunte de deuda soberana y crisis de los sectores financieros en 2011 y 2012.

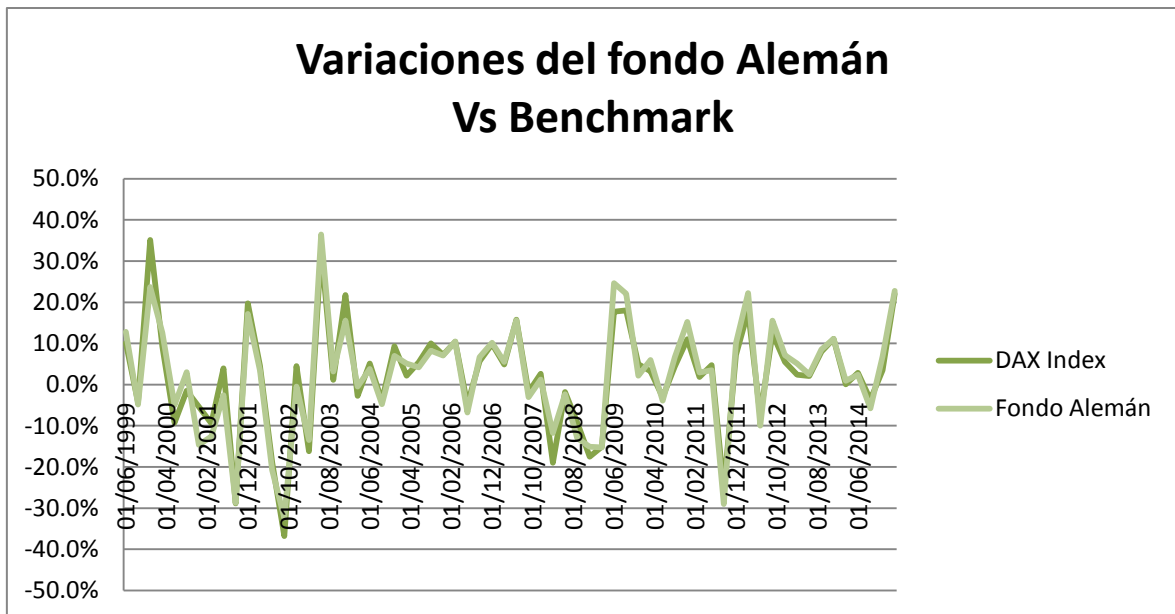


Gráfico 4 Variaciones trimestrales del fondo de inversión alemán y su índice de referencia.

Si se observan detenidamente las variaciones trimestrales a lo largo de la serie histórica, se puede apreciar un gran grado de correlación con su índice de referencia como en el caso Español. Recaltar que tanto en épocas de bonanza como en épocas de crisis las tasas trimestrales alcanzadas son mayores que para el caso español, por lo que con seguridad podemos decir que tendrán ambos más volatilidad. Sin embargo en este caso no se aprecia con claridad cual es más volatilidad de los dos.

	Fondo Alemán	Dax 30
Media	2.4%	2.3%
Mediana	3.5%	3.7%
Máximo	36.4%	35.1%
Mínimo	-32.3%	-36.8%
Des. Estándar	13.2%	13.1%
Ratio Sharpe	0.12	0.11

Tabla 2 Estadísticas del fondo de inversión Alemán y su índice de referencia.

A raíz de las siguientes estadísticas del fondo apenas se puede observar diferencias. El fondo se comporta un mínimamente mejor que su índice de referencia, sin embargo se tratan de diferencias muy poco significativas. Al contrario que en el caso Español, el fondo de inversión tiene más desviación estándar que su índice de referencia. A su vez se comprueba cómo las desviaciones estándar son mayores que para el caso Español, como se había mencionado anteriormente. El ratio de Sharpe es muy similar

en ambos casos. El fondo compensa su ligero exceso de volatilidad con un promedio algo mayor que el índice.

Por último se realiza el análisis del fondo de inversión Americano con su respectivo índice de referencia.

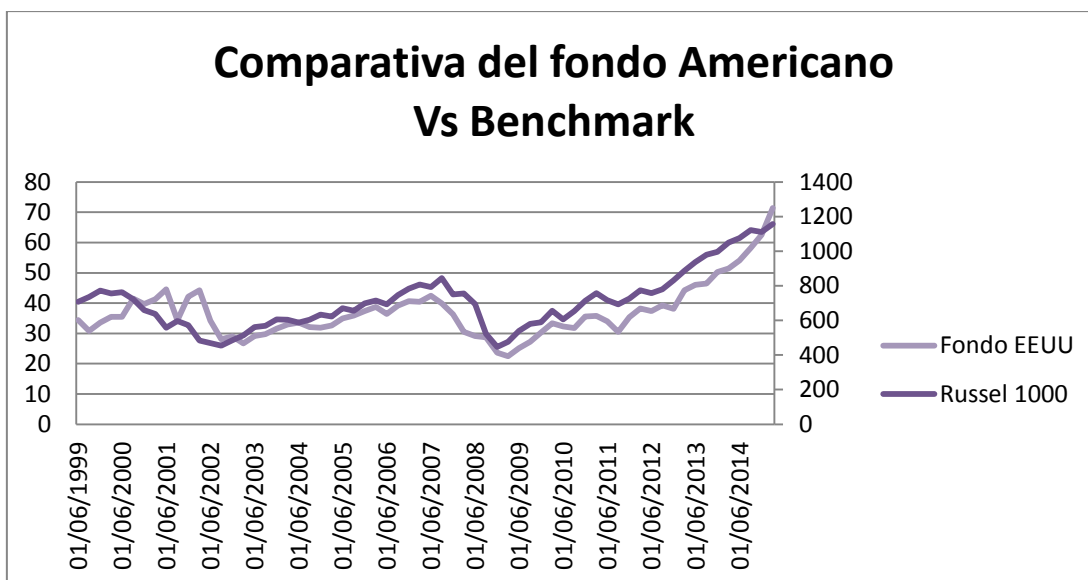


Gráfico 5 Evolución histórica del fondo de inversión Americano y de su índice de referencia.

En el siguiente gráfico se aprecia como la evolución a principios de siglo durante la crisis de las puntocom fue totalmente distinta. Por un lado el índice registra una caída continua durante 3 años, mientras que el fondo americano obtiene crecimientos. Sin embargo en 2002 obtiene de golpe todas las perdidas. En 2007 el fondo registra una caída continuada hasta mediados de 2009, algo más severa que su índice. Sin embargo desde finales de 2011 registra grandes tasas de crecimiento hasta la actualidad.

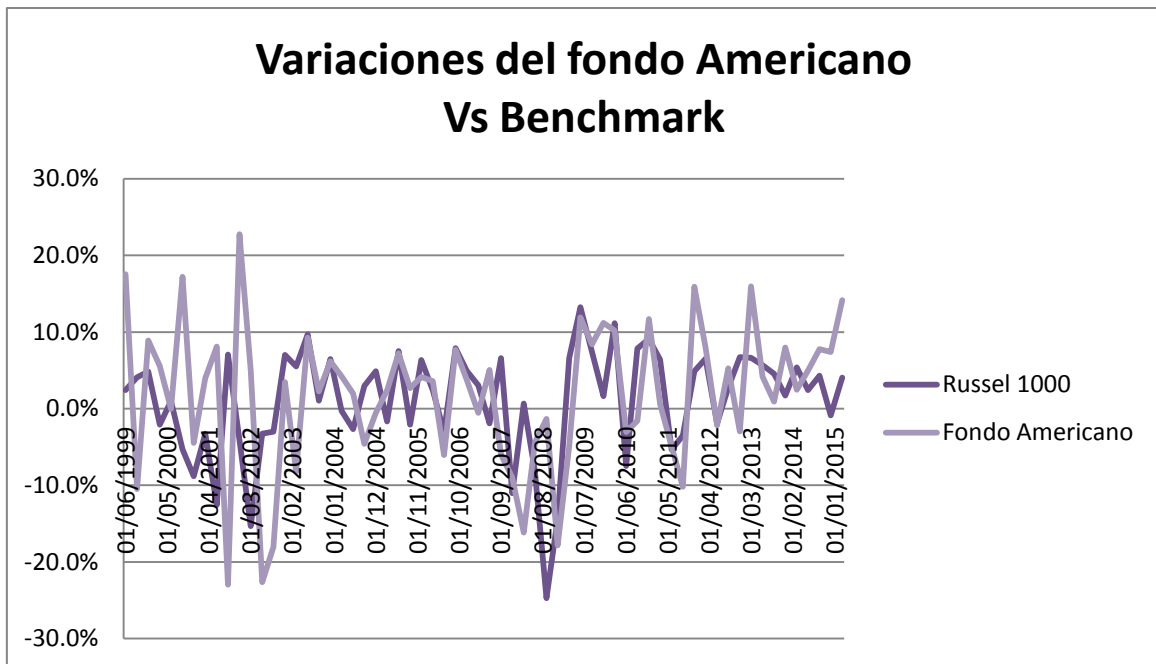


Gráfico 6 Variaciones trimestrales del fondo de inversión y de su índice de referencia.

Si se analizan conjuntamente las tasas de variación trimestrales se puede advertir como el fondo Americano claramente presenta más volatilidad, de forma persistente a lo largo de la serie, que su índice de referencia. Si miramos la serie dichos resultados se distinguen al comienzo de la muestra y a mediados de 2011.

También se percibe que el grado de correlación es menor y en algunos momentos del tiempo incluso negativo. Se puede destacar a su vez que los niveles de variación son más parecidos a los del caso Español y que su volatilidad será algo más parecida que la del caso Alemán.

	Fondo Americano	Russel 1000
Media	1.9%	1.1%
Mediana	3.6%	2.6%
Máximo	22.7%	13.2%
Mínimo	-23.0%	-24.7%
Des. Estándar	9.4%	7.0%
Ratio Sharpe	0.09	0.01

Tabla 3 Estadísticas del fondo de inversión Alemán y de su índice de referencia.

A continuación se muestran las estadísticas del fondo de inversión y su índice de referencia. En la tabla 3 se puede observar como al contrario que en los otros casos existen varias diferencias. Estas diferencias se aprecian en la media y en la volatilidad, en este caso existe bastante diferencia entre las desviaciones estándares. Diferencias que se pueden apreciar en los ratios de Sharpe, donde el índice de referencia americano apenas obtiene rendimientos por encima del bono pese a su bajo nivel de riesgo medido en términos de volatilidad. Por otro lado en línea con la volatilidad podemos ver como el máximo del fondo está bastante alejado del máximo que presenta su índice de referencia. Destacar que la diferencia en las medias de rentabilidad del fondo respecto al índice es bastante elevada.

	IBEX35	RUSSEL	DAX	F. Español	F. Americano	F. Alemán
IBEX35	1.00	0.41	0.80	0.98	0.59	0.79
RUSSEL	0.41	1.00	0.32	0.41	0.25	0.40
DAX	0.80	0.32	1.00	0.79	0.74	0.97
F. Español	0.98	0.41	0.79	1.00	0.63	0.80
F. Americano	0.59	0.25	0.74	0.63	1.00	0.75
F. Alemán	0.79	0.40	0.97	0.80	0.75	1.00

Tabla 4 Correlaciones de los fondos de inversión y sus respectivos índices.

En la siguiente tabla se pueden observar los distintos grados de correlación de las variables analizadas.

Para el caso del fondo Español como se podía intuir anteriormente en el primer análisis de los gráficos, el grado de correlación es muy alto, 0.98. A su vez tiene un alto grado de correlación tanto con el índice alemán como con su índice, el Ibex 35. En el caso del fondo Americano, solamente observamos un leve grado de correlación con el fondo Alemán. Destacar que con su índice de referencia solamente obtiene un 0.25, un nivel muy por debajo del caso Español. Para el caso Alemán se obtienen altos niveles de correlación prácticamente con todas las variables salvo con el índice de referencia Americano. En este caso su nivel de correlación es de 0.97 con su índice de referencia.

Estos grados de correlaciones nos muestran de una forma muy simplificada la interconexiones que existen entre las economías financieras de los países analizados en la muestra. Podemos observar como estados unidos apenas tiene relación con la

economía Alemana y ninguna con la española. Sin embargo la economía Alemana se encuentra en el centro de las interconexiones.

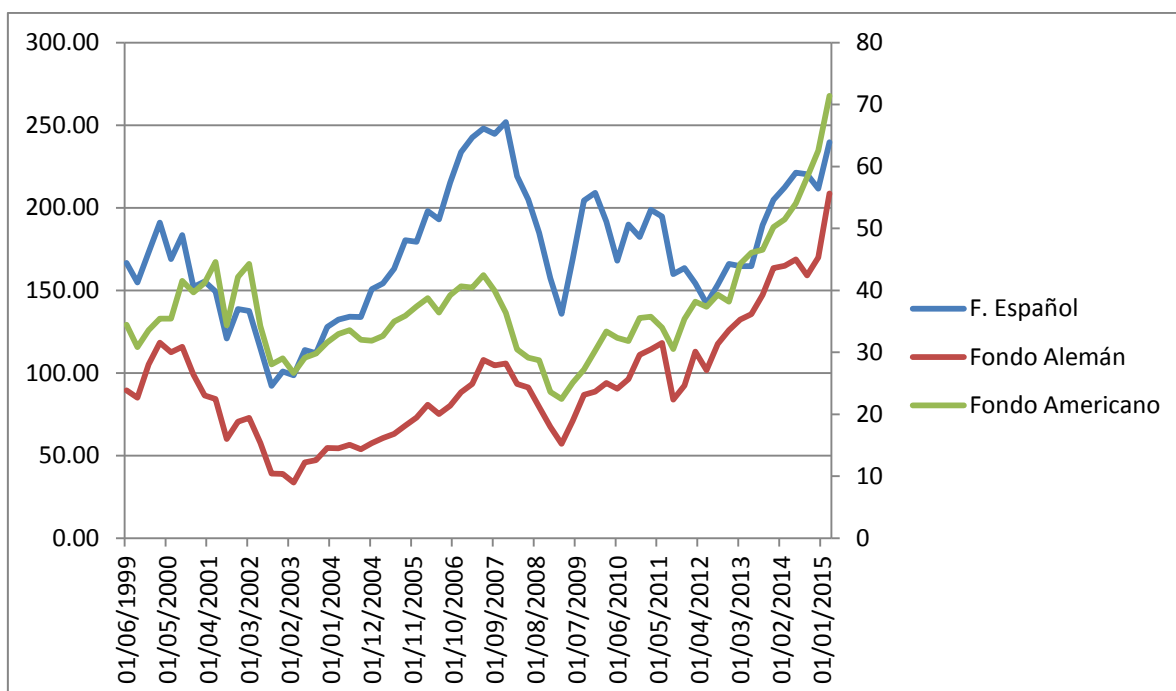


Gráfico 7 Evolución de los tres fondos.

A continuación se puede observar la evolución de los tres fondos a lo largo del tiempo. El fondo Alemán ha sido el fondo más rentable en el periodo de tiempo analizado, es decir, desde 1999 TII hasta 2015 TI. A raíz del gráfico propuesto se puede observar los distintos comportamientos de los fondos en los mismos periodos de tiempo.

En base a las conclusiones obtenidas por Ciriaco y Santamaría (2005) en sus estudios realizados sobre la persistencia de los resultados en los fondos de inversión, las diferencias de rentabilidad que presentan los fondos no vienen dadas por las habilidades de los gestores. En su gran medida vienen por el nivel de costes de cada fondo y el efecto *momentum*. Definido por Ciriaco y Santamaría (2005): “Como la ganancia de rentabilidades anormales derivada de la compra de pasados ganadores y la venta de pasados perdedores en un determinado periodo de formación”. El efecto *momentum* es muy difícil de cuantificar y se achaca normalmente al azar.

Si se realiza un pequeño análisis de los gastos running de cada fondo, se podrá observar la desventaja tan significativa con la que parten a la hora de batir a sus índices de mercado. De los tres fondos analizados el alemán es aquel que tiene los gastos más bajos, siendo estos de 1.4% anual del capital invertido. En esta misma línea, el fondo americano cobra solamente 10 puntos básicos por encima del fondo

alemán. Sin embargo tienen puesta una gran barrera de entrada hasta un máximo del 5% del capital como comisión de acceso. Por último el fondo español es aquel que más gastos anuales soporta. Los gastos corrientes del fondo ascienden a 2.31% casi 100 puntos básicos por encima del alemán. Esto sitúa al fondo español en una clara desventaja respecto a los demás competidores del sector lo cual podría explicar las bajas rentabilidades que ofrece.

Bloque 2: Relación del crecimiento del PIB y los tipos de interés.

En este bloque se va a realizar un análisis sobre la evolución del Producto interior bruto medido en tasas de variación intertrimestrales y sobre los tipos de interés, representados por el bono a diez años de cada gobierno relacionado con el estudio.

Lo primero que se hace es definir cuáles son los periodos de crisis, para ello se ha tomado la definición establecida en la Unión Europea, la cual menciona que más de dos tasas intertrimestrales negativas consecutivas se considera un periodo de recesión económica.

Siguiendo con la definición se procede a analizar el caso de España.

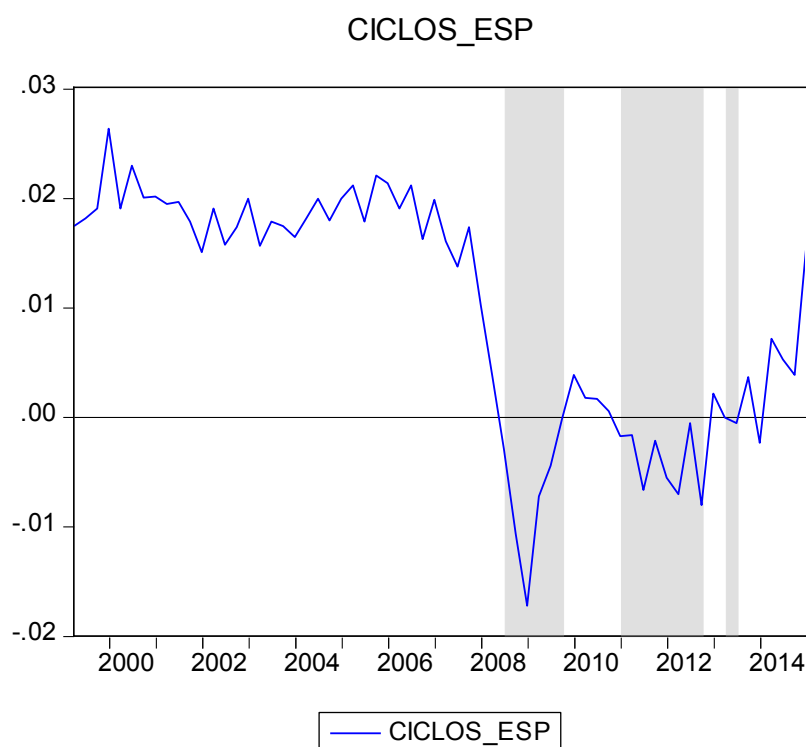


Gráfico 8 Tasas de variación intertrimestrales del Producto Interior Bruto Español.

A continuación se puede apreciar la evolución del PIB medido en tasas intertrimestrales. Se observa claramente los tres periodos de crisis sufridos en la economía española a lo largo de la serie estudiada. Los periodos de recesión aparecen sombreados. El primero de ellos corresponde a la crisis económica global, la

cual se genero en Estados Unidos con su origen en las hipotecas subprime (Calvo Honero, Antonia 2008) Las nuevas tecnologías ayudaron a que rápidamente se contagiara la crisis de una forma global, llegando a si a los mercados europeos. Las dos siguientes franjas corresponden a la crisis de deuda soberana que ha sufrido España (Ardila, Hemilson & Cia 2012), como consecuencia de unas bases poco solidas en la su propia estructura del marco económico, dando lugar a políticas de austeridad y reestructuración de la economía en estos últimos años. A raíz de estas duras reformas, el país está logrando salir de la recesión y recuperar tasas de crecimiento cercanas al 3%, como apuntan los últimos datos de previsión mencionados por el gobierno, tasas más próximas y homogéneas al estado de bienestar correspondiente a los países desarrollados.

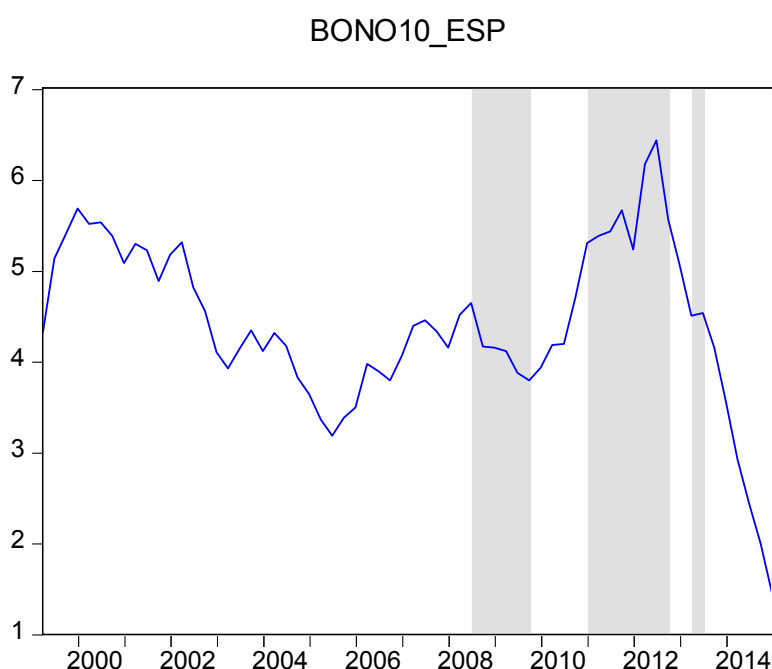


Gráfico 9 Bonos del tesoro Español a diez años.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del bono español a diez años en el periodo temporal del estudio propuesto. Se observa manifiestamente como la evolución temporal de los tipos de interés sigue pautas de comportamiento distintas en periodos de recesión económica. Si se hace hincapié en las recesiones, durante la primera época se aprecia claramente que los tipos de interés caen situándose en torno al 4%. Sin embargo durante la crisis de deuda financiera los tipos se disparan situándose cerca del 6,5%.

Si se calcula el coeficiente de correlación entre los tipos de interés a 10 años y las tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB se obtiene un -0.11 . Es decir, una correlación negativa. Lo cual denota que a medida que aumentan las tasas de crecimiento del PIB disminuyen los tipos de interés y viceversa, si las tasas de crecimiento son decrecientes aumentan los tipos de interés. Sin embargo el grado de correlación es bajo, indicando que los tipos de interés no siguen pautas relacionadas con los ciclos económicos. Estos resultados chocan bastante con la teoría de ciclos económicos clásica austriaca de Hayek (1933) . Dicha teoría menciona que los tipos de interés como instrumento principal de la política monetaria se ajustan en función del ciclo económico. Tipos bajos en épocas de recesión para incentivar a la economía y tipos altos en épocas de auge económico, situándose por encima de la tasa natural, frenando el crecimiento de la economía.

Actualmente los tipos están excesivamente bajos debido a la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central Europeo (BCE), que esta inundando el mercado de liquidez con las políticas de quantitative easing (Fratzscher, Marcerl & Cia 2013), bajando los tipos de interés drásticamente para realizar un estímulo de la economía en la zona euro. Por otro lado la caída tan severa de los tipos de los últimos cuatro años, es un manifiesto de la reestructuración económica y del esfuerzo realizado por la sociedad española, que ha permitido disminuir la prima de riesgo sobre el bono alemán.

A continuación se estudia el caso de Alemania.

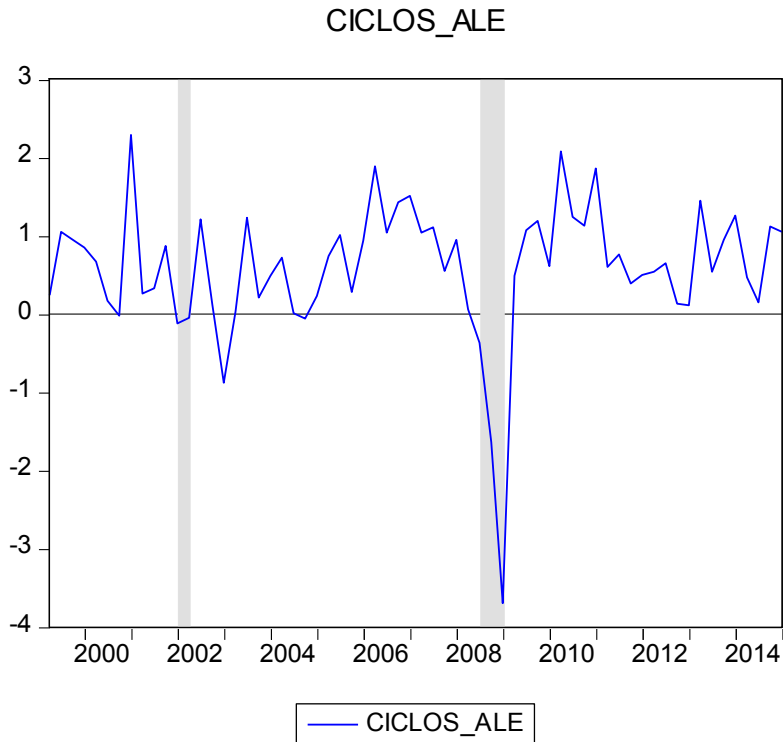


Gráfico 10 Tasas de variación intertrimestrales del Producto Interior Bruto Alemán.

Este gráfico muestra la evolución de las tasas intertrimestrales del PIB alemán a lo largo de la serie analizada. En él, se aprecia como con la crisis de las puntocom Alemania sí que se vio un poco más afectada entrando en un corto periodo de recesión a principios del 2002. Si bien después su economía disfruto de un crecimiento muy estable con tasas no muy elevadas entorno al 1.5%. Poco después llego la crisis global en 2008 y cayeron de forma drástica alcanzando tasas de casi un 4% de decrecimiento. Pero las políticas económicas que adaptaron rápidamente y las reformas llevadas a cabo, supieron impulsar su economía y al poco tiempo volvieron a disfrutar de tasas positivas de crecimiento moderado.

Hay que destacar que el ciclo económico alemán y su economía en general es uno de los pilares básicos de la unión europea y una referencia para los demás países de la unión europea.

BONO10_ALE

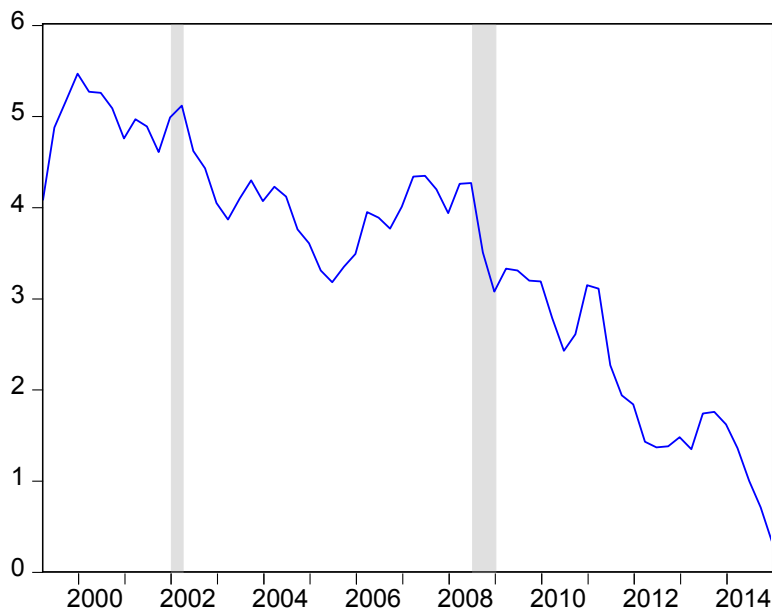


Gráfico 11 Bonos del tesoro Alemán a diez años.

A continuación se muestra el gráfico de los tipos de interés del bono alemán a diez años. Si se observa la serie histórica del bono a diez años alemán, se aprecia que desde el año 2000, sigue una tendencia negativa hasta alcanzar tipos prácticamente del 0%. Si se miran las áreas sombreadas, las cuales corresponden a las recesiones de Alemania, se ve que para la crisis de las puntocom los tipos de interés subieron y sin embargo en la crisis global de 2008 los tipos de interés se redujeron drásticamente. Al igual que para el caso español se advierte como los tipos de interés no siguen una pauta concreta a los ciclos económicos, depende mucho del carácter de la recesión.

Centrándose en la crisis de 2008, como ocurre en España al tratarse de un país miembro de la unión europea las políticas monetarias son comunes para todos los miembros. Sin embargo las diferencias se dan por la prima de riesgo. Alemania al tener la economía más robusta de la zona euro es la referencia a la hora de calcular las primas relacionadas con el riesgo país. Al ser la referencia europea no presenta la caída tan acusada del caso español. A su vez se destaca que ante la incertidumbre que han sufrido los mercados europeos en los últimos años y la existencia de una gran volatilidad en los mercados de capitales muchos inversores han depositados sus ahorros en valores refugio (Coca Pérez, José Luis & Cia 2007), como el bono alemán, colocando sus ahorros incluso a tasas negativas en periodos de entre uno y tres años.

Para continuar con el estudio veremos el caso de Estados Unidos.

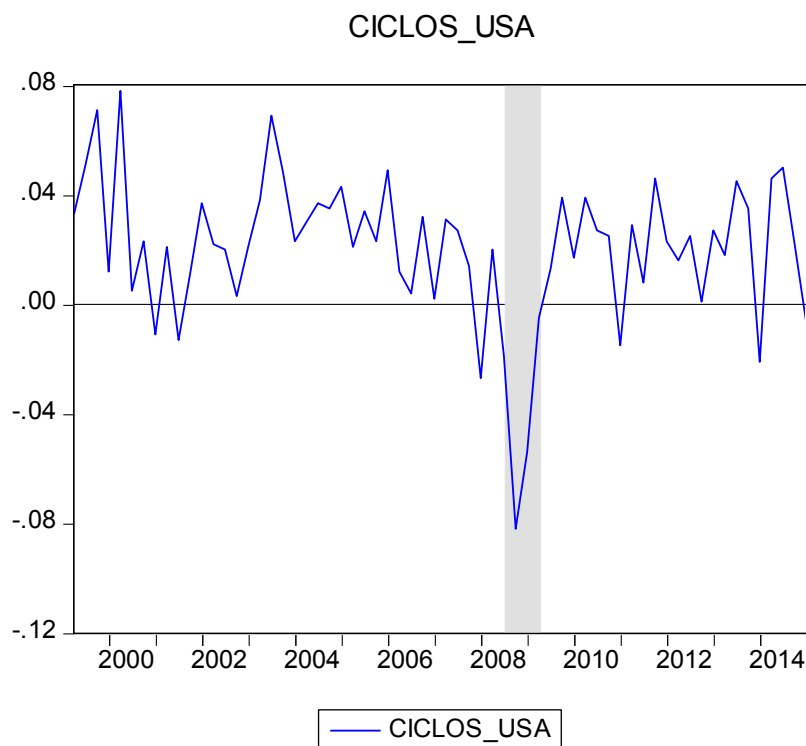


Gráfico 12 Tasas de variación intertrimestrales del Producto Interior Bruto Americano.

A continuación se muestra el gráfico sobre la evolución de las tasas de variación intertrimestrales del PIB en Estados Unidos. En el caso americano, se puede ver que durante la crisis de las puntocom, la economía americana no llegó a entrar en recesión según el criterio seguido en este trabajo, sin embargo su economía sí sufrió con varias tasas intertrimestrales negativas. Tras ese periodo de extraña recesión, el país disfrutó de tasas muy elevadas rozando el 4% de media hasta que la crisis global de 2008 arrasó la economía americana, llegando a tasas negativas del 8%. Gracias a una buena gestión y a políticas económicas llevadas a cabo, el país pudo salir relativamente rápido de una profunda recesión para reactivar su economía y volver a tasas de crecimiento cercanas al 3%. Tras salir de la crisis, la economía sufrió de forma aislada tasas negativas fruto del contagio de la crisis financiera que se daba en Europa (Leamer, Edward 2010).

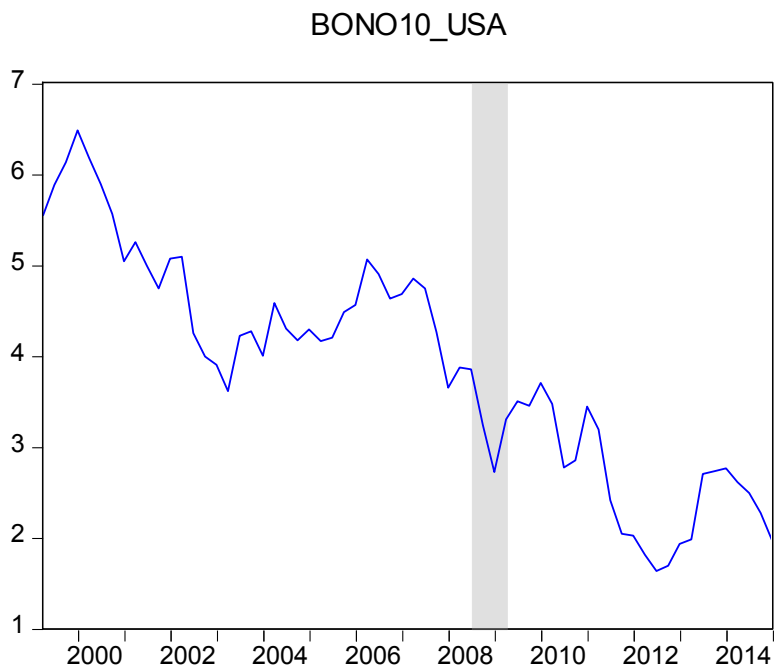


Gráfico 13 Bonos del tesoro Americano a diez años.

Aquí se puede apreciar la evolución temporal del bono americano a diez años. Si se presta atención se puede observar como el bono americano sigue las mismas pautas que el bono alemán. Una caída prolongada desde 2002 hasta alcanzar tasas del 2% a principios de 2015. En este caso, durante la crisis global observamos un comportamiento especialmente curioso. Se redujeron drásticamente los tipos y según se terminó la recesión como tal, volvieron a subir. Al final de la serie se observa cómo han ido cayendo los tipos para mantener un estímulo de la economía, esta caída es una consecuencia directa de las políticas monetarias llevadas a cabo por el Sistema de Reserva Federal (FED). Actualmente se espera una subida de tipos, que aun no se sabe cuándo se va a dar.

Para finalizar el bloque se va a realizar un pequeño estudio sobre las distintas relaciones entre los ciclos económicos y sus retardos, tratando de observar como varían dichas variables en función del tiempo. De esta forma se intentará averiguar si las economías Europeas van a caballo de la economía Americana, como parecen indicar los resultados vistos anteriormente.

	CICLOS_ESP	CICLOS_ALE	CICLOS_USA	CICLOS_USA_1	CICLOS_USA_2	CICLOS_USA_3
CICLOS_ESP	1.000	0.238	0.370	0.425	0.413	0.403
CICLOS_ALE	0.238	1.000	0.329	0.441	0.168	0.104
CICLOS_USA	0.370	0.329	1.000	0.335	0.273	0.130
CICLOS_USA_1	0.425	0.441	0.335	1.000	0.341	0.300
CICLOS_USA_2	0.413	0.168	0.273	0.341	1.000	0.363
CICLOS_USA_3	0.403	0.104	0.130	0.300	0.363	1.000

Tabla 5 Correlaciones de los ciclos europeos con distintos retardos de los ciclos americanos.

La siguiente tabla muestra las correlaciones obtenidas entre los ciclos económicos de España y Alemania en comparación con los ciclos Americanos con distintos retrasos.

Centrándose en el caso de España, se ve como claramente la correlación más alta de la variable se da con un periodo de retraso del ciclo Americano. Eso significa que nuestra economía actual, es más parecida a la economía del trimestre anterior de estados unidos. En definitiva, nuestra economía es similar a lo que hizo la economía americana, fruto de una fuerte dependencia.

Pasando al caso de Alemania obtenemos resultados muy similares, algo más significativos incluso. Situando a la economía Alemana tras la estela de la economía Americana.

Con los resultados de esta tabla se contrasta de forma empírica lo que se ha ido observando a lo largo de todo el estudio, en el que la economía Americana ha estado y sigue liderando en el ámbito macroeconómico. Mientras que las demás economías se sitúan tras ella tanto a nivel político como económico.

Bloque 3: Comparación de las estimaciones según los distintos modelos clásicos.

En este tercer bloque se propone realizar unas estimaciones y predicciones simples, mediante el modelo de mínimos cuadrados ordinarios sobre cada una de las variables de los fondos de inversiones analizadas a lo largo del trabajo en función de las demás variables estudiadas.

Para poder comprobar el nivel de significación de las predicciones recortaremos los últimos dos trimestres de la muestra.

Estos resultados se contrastaran con el modelo de mercado bajo la hipótesis de mercado eficiente.

El concepto que subyace sobre la eficiencia en los mercados proviene de la teoría de Eugene Fama (1965). Y este se da cuando los participantes en los mercados se rigen bajo el principio de máximo beneficio propio, de tal forma que tanto demanda como oferta se ajustan de forma equilibrada y el precio resultante se ajusta al precio teórico. Se recuerda que el precio teórico es el valor presente de los flujos de caja esperados. Por lo tanto, los precios reflejan toda la información y son capaces de ajustarse rápidamente ante nueva información.

Sin embargo centrándose en esta hipótesis, en la que los precios reflejan toda la información del valor y no existen valores sobrevalorados o infravalorados, las inversiones no tendrían ningún sentido ya que su valor sería nulo.

Además el hecho de adelantarse a los movimientos del mercado situaría a los inversores en una posición más ventajosa que sus competidores. Pero al ser tan difícil predecir la nueva información, el autor Eugene Fama concreta su modelo demostrando que las alteraciones en el precio siguen un recorrido aleatorio.

Complementando a la teoría de Eugene Fama, Harry Roberts (1967) definió tres niveles de eficiencia para los mercados de valores.

La primera de ellas la hipótesis débil, dice que la información que refleja los precios está contenida en su totalidad por las series históricas y la información pasada. Por lo tanto todos los agentes actúan en consecuencia y no es posible batir al mercado. Asimismo el análisis técnico no tendría cabida bajo este supuesto.

La hipótesis intermedia, menciona que los precios reflejan tanto la información histórica como la información pública. En esta situación el análisis fundamental carecería de valor, puesto que se realiza en su totalidad con información pública. La única forma de batir al mercado es mediante información privilegiada.

La tercera y última hipótesis es la fuerte. En donde los precios muestran toda la información tanto histórica, como publica como privilegiada. Por lo tanto se trataría de un mercado perfecto.

En la actual teoría de mercados existe un modelo de estimación bajo la hipótesis intermedia de mercados eficiente según Fama y Roberts. Este modelo fue el precursor del modelo más utilizado en la actualidad, el CAPM.

A continuación explicaremos en qué consiste el modelo de mercado y sus componentes.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i x R_m + \varepsilon_i \quad (1)$$

Donde:

- R_i rendimiento del activo.
- α_i rendimiento cuando el índice es cero.
- β_i volatilidad respecto al índice.
- R_m rendimiento del índice.
- ε_i perturbación aleatoria.

El principal objetivo de este modelo es captar los excesos de rentabilidad obtenidos por el fondo basando su referencia en el índice de mercado.

El modelo de regresión que se propone para el estudio es una variante del mismo. Se trata de un modelo de regresión lineal simple, como lo es el modelo de mercado, pero se pone en duda que la evolución del activo solamente dependa de un parámetro dado que la economía está formada por un sinfín de interconexiones. Es por ello que en el modelo propuesto ampliamos el número de variables del modelo, añadiendo aquellas variables que hemos estudiado en los dos primeros bloques.

La ecuación básica del modelo de regresión lineal simple que se va a seguir en el trabajo es la siguiente:

$$y = \beta_1 + \beta_2 X + u \quad (2)$$

Donde:

- y representa los valores de la variable endógena.
- β son los parámetros de la ecuación.
- X representa a todas las variables exógenas al modelo.
- u denominado ruido representa todo aquello que no se puede explicar mediante el modelo.

Los pasos que se han seguido para llegar a los resultados se detallan a continuación. En el primer modelo de regresión se incluyen todas las variables propuestas a lo largo del trabajo. Después se elimina aquella que sea menos significativa según el p-valor. Tras la eliminación de dicha variable se repite la estimación y se elimina de nuevo la menos significativa individualmente. Se repite este paso hasta lograr un modelo significativo.

A continuación se exponen los resultados de la regresión final obtenida para el fondo español.

```

Model 17: OLS, using observations 1999:2-2014:3 (T = 62)
Dependent variable: VARSAN
HAC standard errors, bandwidth 2 (Bartlett kernel)

```

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value
const	0.00322542	0.00209739	1.538	0.1293
IBEX35	0.926618	0.0316254	29.30	3.00e-037 ***
Mean dependent var	0.010145	S.D. dependent var	0.101961	
Sum squared resid	0.025396	S.E. of regression	0.020573	
R-squared	0.959953	Adjusted R-squared	0.959286	
F(1, 60)	858.4766	P-value(F)	3.00e-37	
Log-likelihood	153.8355	Akaike criterion	-303.6710	
Schwarz criterion	-299.4167	Hannan-Quinn	-302.0006	
rho	-0.355156	Durbin-Watson	2.690063	

Tabla 6 Estimación lineal según método MCO del fondo español.

La siguiente tabla muestra los resultados obtenidos del fondo español mediante el método MCO. En él se puede apreciar como el R cuadrado corregido de la estimación es prácticamente del 96%. El coeficiente β_2 es de 0.93 aproximadamente, significando que ante un aumento del Ibex de un punto porcentual, el fondo español aumenta en 0.93 unidades porcentuales. El valor de la constante es positivo aunque muy pequeño indicando que ante variaciones nulas del índice, el fondo obtendría algo de rentabilidad. Los resultados están expresados en unidades porcentuales por el carácter de la variable aunque no estén en bases logarítmicas.

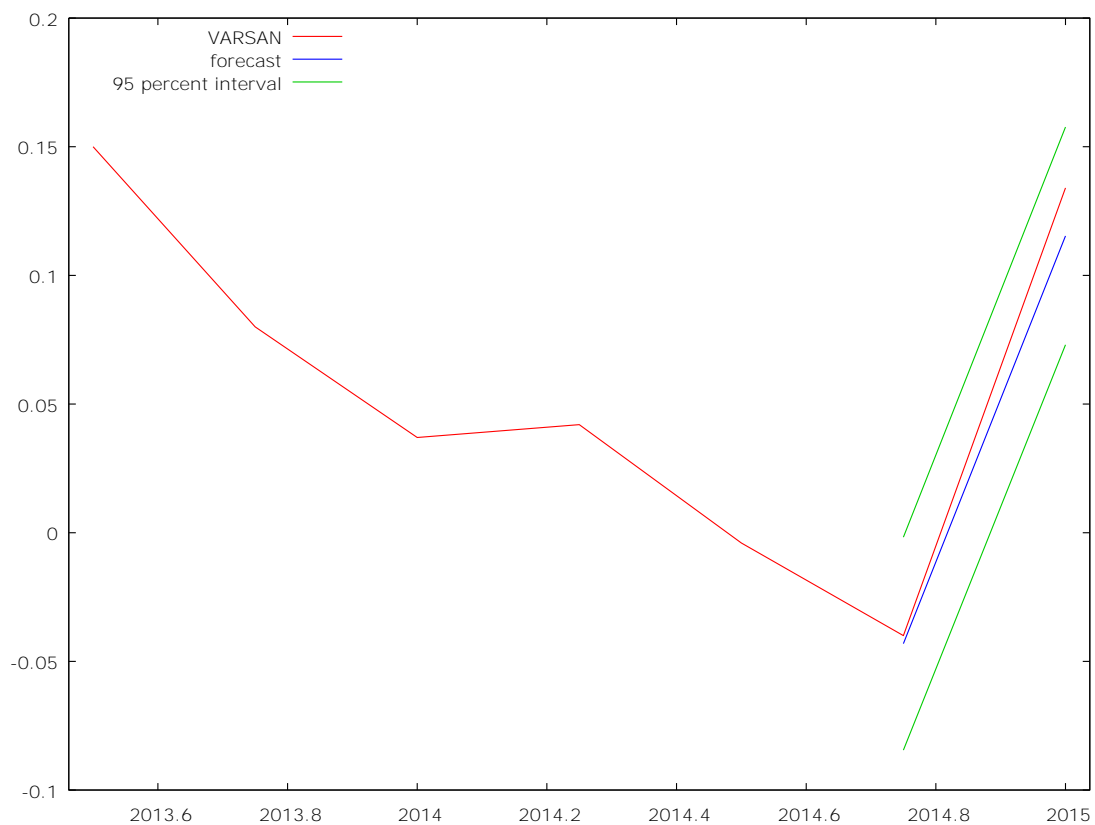


Gráfico 14 Predicciones del fondo español según el modelo MCO.

En este gráfico se puede observar las predicciones que se han obtenido según el modelo de MCO anteriormente estimado para el fondo español. Se aprecia que las predicciones no distan demasiado de la realidad. Además si se observa el intervalo de confianza al 95%, se puede apreciar según la escala que se trata de variaciones relativamente pequeñas y por lo tanto es un intervalo bastante acotado.

Los errores cometidos por las predicciones son de -0.03 para el dato de 2014TIV y 0.019 para 2015TI (ver Anexo).

Para el caso de Alemania se obtuvieron los siguientes resultados.

Model 26: OLS, using observations 1999:2-2014:3 (T = 62)
 Dependent variable: VARDWS
 HAC standard errors, bandwidth 2 (Bartlett kernel)

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	0.0298576	0.0127853	2.335	0.0229	**
BONO10_USA	-0.00732206	0.00356135	-2.056	0.0442	**
DAX	0.973976	0.0437230	22.28	2.07e-030	***
Mean dependent var	0.020081	S.D. dependent var	0.131721		
Sum squared resid	0.067434	S.E. of regression	0.033808		
R-squared	0.936285	Adjusted R-squared	0.934125		
F(2, 59)	250.5398	P-value(F)	1.47e-29		
Log-likelihood	123.5617	Akaike criterion	-241.1234		
Schwarz criterion	-234.7420	Hannan-Quinn	-238.6179		
rho	-0.117928	Durbin-Watson	2.189837		

Tabla 7 Estimación lineal según método MCO del fondo alemán.

La tabla 8 muestra los resultados obtenidos según el método MCO del fondo alemán. El modelo explica en su totalidad un 93% de la variable dependiente, es decir, del fondo alemán. En este caso las variables que explican el fondo son: el tipo de interés a diez años del bono americano y el índice de referencia del mercado bursátil alemán.

La interpretación de los resultados sería la siguiente, por un lado tenemos la constante, la cual es positiva indicando así un rendimiento positivo ante variaciones nulas tanto del índice como del bono. Por otro lado, si el bono a diez años americano aumenta en una unidad, la variación del fondo alemán caería en 0.0073 unidades. De forma contraria, si el índice alemán aumenta en una unidad, la variación del fondo alemán aumentaría en 0.974 unidades. Todos los resultados obtenidos son significativos como mínimo al 95% de confianza. El test de significativita conjunta realizado con la F-Snedecor es significativo al 99% de confianza como podemos observar en su p-valor de $1.47 \cdot e^{-27}$.

En el caso alemán se puede ver la fuerte dependencia que existe con la economía americana, la cual relacionamos a través del bono americano.



Gráfico 15 Predicciones del fondo alemán según el modelo MCO.

En el gráfico 15 se puede apreciar en azul las predicciones realizadas para los dos últimos trimestres de la serie para el fondo alemán según el modelo MCO. En este caso también destaca como se ajusta bastante bien a la serie original y además se observa que la serie original se encuentra comprendida dentro de los intervalos de confianza.

Los errores cometidos por las predicciones son de 0.021 para el dato de 2014TIV y -0.002 para 2015TI (ver Anexo).

El último estudio mediante el método MCO se ha realizado para el caso americano.

Model 37: OLS, using observations 1999:2-2014:3 (T = 62)
 Dependent variable: VARBRG
 HAC standard errors, bandwidth 2 (Bartlett kernel)

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	0.0474620	0.0203934	2.327	0.0234	**
CICLOS_USA	1.12141	0.293195	3.825	0.0003	***
BONO10_ALE	-0.0156542	0.00707977	-2.211	0.0309	**
Mean dependent var	0.015694	S.D. dependent var		0.094182	
Sum squared resid	0.463892	S.E. of regression		0.088671	
R-squared	0.142670	Adjusted R-squared		0.113608	
F(2, 59)	7.801759	P-value(F)		0.000986	
Log-likelihood	63.77820	Akaike criterion		-121.5564	
Schwarz criterion	-115.1750	Hannan-Quinn		-119.0509	
rho	-0.138300	Durbin-Watson		2.225038	

Tabla 8 Estimación lineal según método MCO del fondo americano.

Para el caso de estados unidos, como muestra la tabla 9, los resultados obtenidos son significativamente distintos. Por un lado se obtiene que la regresión apenas explica el 11% del resultado de la variable endógena. Por otro lado las variables resultantes curiosamente son todas variables macroeconómicas y no hemos obtenido el índice de referencia americano como variable explicativa. Por lo tanto se puede concluir que el modelo pese a que sus variables son significativas al 95% tanto de forma individual como de forma conjunta según el contraste F-Snedecor, no es bueno.



Gráfico 16 Predicciones del fondo americano según el modelo MCO.

Si se observan las predicciones que realiza el modelo se aprecia claramente que el modelo no es capaz si quiera de predecir la tendencia del fondo, además se puede observar como el rango de confianza del intervalo es bastante mayor que para los otros dos casos anteriores.

Ante las estimaciones realizadas mediante el método MCO se observa como en los casos europeos al estar más correlacionados con el índice que en el caso americano, los resultados de las estimaciones son significativamente mejores. Para el caso americano habría que buscar variables que se encuentren más correlacionadas con el fondo de cara a obtener una mejora de los resultados.

Estos resultados difieren ligeramente del modelo de mercado. Únicamente para el caso del fondo español los resultados coinciden con dicho modelo. En el caso Alemán, se cumple, pero a su vez existen otros factores, como es el caso el bono a diez años americano, que son significativos y aportan más información. Y en el último caso vemos como nada tiene que ver los resultados obtenidos con los resultados teóricos del modelo.

Por otro lado, el modelo más utilizado en la actual teoría de carteras es el CAPM, por lo tanto en el estudio se propone una comparación de los resultados entre ambos modelos.

El modelo CAPM se viene dado por la siguiente ecuación:

$$E_i = R_f + (E_m - R_f) \times \beta_i \quad (3)$$

Donde:

- E_i rendimiento esperado del fondo.
- R_f rendimiento del activo sin riesgo.
- E_m rendimiento esperado del índice.
- β_i coeficiente de volatilidad del fondo.

Para ello se calculan los coeficientes betas de cada fondo, que se obtienen mediante las covarianzas del fondo y el índice de mercado entre la varianza del índice de mercado.

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (4)$$

Obteniendo así las betas para nuestros fondos.

	Fondo Español	Fondo Alemán	Fondo Americano
β_i	0.9287	0.9768	0.3414

Tabla 9 Coeficiente de volatilidad de cada fondo respecto a su índice de referencia.

En esta tabla se presentan los resultados obtenidos mediante el modelo CAPM de los coeficientes de volatilidad. Como se puede apreciar los resultados son muy parecidos al análisis de correlación que se realizó al principio del estudio. Lógicamente cuanto más alto es el grado de correlación más cerca de 1 será la beta del fondo. En este caso cabe destacar que todos los fondos tienen una beta inferior aun, por lo tanto se consideran valores moderados. En el caso del fondo americano sí que se podría hablar de un valor refugio, dado lo distante que está de su mercado de referencia.

Una vez obtenidas las betas se van a calcular los rendimientos esperados para los dos últimos datos de la muestra con el fin de compararlos con el modelo lineal simple.

Método	Fondo Español		Fondo Alemán		Fondo Americano	
	MCO	CAPM	MCO	CAPM	MCO	CAPM
31/12/2014	-4.30%	-4.54%	4.70%	3.43%	6.10%	1.19%
31/03/2015	11.50%	11.32%	23.00%	21.53%	3.50%	2.68%

Tabla 10 Comparación de los resultados en función de los métodos de estimación para los últimos dos datos de la serie.

La siguiente tabla muestra los resultados obtenidos, para los dos últimos datos de la serie, entre los dos modelos de regresión anteriormente citados. En gris se muestran los datos que se aproximan más a los datos reales. Si se observa con detenimiento el modelo alternativo propuesto en el trabajo ofrece mejores resultados que el CAPM.

Una prueba de ello son los resultados del estudio realizado por Miguel A. Martínez (2001) en “El puzle de los fondos de inversión en España: un enfoque de demanda”, en donde evidencia con resultados empíricos que existen más variables que afectan a los fondos como son los depósitos, el crecimiento de la renta y la evolución de la deuda pública.

Estos resultados nos llevan a poner en duda el modelo CAPM desde su punto de vista teórico, además de su relativa puesta en práctica la industria financiera dado el amplio debate que existe respecto a su aplicación. Además de la existencia de un gran componente psicológico por parte del inversor que no responde a conductas racionales (Aragonés, José R. & Mascareñas, Juan 1994).

Bloque 4: Diferencias entre gestión pasiva y gestión activa en función del ciclo económico.

En los bloques anteriores se ha visto un poco el comportamiento de nuestras variables a lo largo del tiempo, y lo que es más importante como se han ido comportando entre ellas. Este análisis aunque bastante simple es de vital importancia a la hora de tratar de ampliar los grados de interrelación que pueden existir en la economía global.

A continuación se realiza un estudio diferencial entre los fondos y sus índices de referencia en función del ciclo económico. Para ello hemos filtrado los datos según el signo de las tasas de crecimiento del PIB para cada pareja de variables asociadas a dichas tasas.

Primero hemos filtrado la serie por tasas negativas, a continuación se ha procedido a calcular un promedio de los rendimientos obtenidos tanto para el fondo como para su índice de referencia. Seguido se vuelve a filtrar la serie por tasas positivas y se repite la operación.

	Tasa Negativa	Tasa Positiva
IBEX	0.71%	0.88%
Fondo Español	1.30%	1.06%
DAX	-8.52%	3.54%
Fondo Alemán	-10.23%	3.98%
Russel	0.10%	1.24%
Fondo Americano	-3.02%	2.75%

Tabla 11 Promedio de las variables en función del crecimiento intertrimestral del PIB.

Si se observa con detenimiento los resultados obtenidos para el caso español, se aprecia cómo tanto en los periodos positivos como en los periodos negativos la gestión activa obtiene resultados superiores a la gestión pasiva. Llamando la atención que en periodos de recesión, para ambas variables, la media sea positiva, y lo que es más importante, el fondo obtiene mejores resultados en periodos de crisis que en normalidad. En el caso español la muestra de tasas negativas era de 17, frente a 47 datos con tasas positivas.

Centrándose en el caso alemán, se aprecia que los resultados con tasas negativas van más acorde con los ciclos económicos ya que se obtienen grandes pérdidas de rentabilidad. Ya que el fondo obtiene mayores pérdidas, parece estar más expuesto al

ciclo, por lo tanto en recesión sería más eficiente elegir la gestión pasiva. Sin embargo los resultados obtenidos con tasas positivas indican que la gestión activa es mejor para el caso alemán. Estos resultados son propios de carteras con un Beta superior a 1, según el modelo CAPM. La muestra de datos negativos para el caso alemán es de 8, frente a 56 positivos.

Por último se observa que el caso americano es muy similar al alemán, la principal diferencia reside en que la gestión pasiva obtiene resultados positivos pese a encontrarse en recesión la economía, mientras que la gestión activa obtiene pérdidas realmente significativas. Además destacar que la diferencia con tasas negativas es muy superior a la diferencia con tasas positivas. La muestra de datos negativos para el caso americano es de 10, frente a 54 positivos.

A modo de conclusión en este punto se puede destacar que la gestión activa es más eficiente en épocas de auge, normalidad y recuperación que en épocas de recesión económica. En las recesiones los resultados indican que es más eficiente elegir la gestión pasiva o indexada, salvo en la economía española que seguiría decantándose por la gestión activa.

Con este estudio se obtiene algo más de información a la hora de invertir que puede ser de gran utilidad para la toma de decisiones. Aunque es cierto que la cantidad de datos negativos en la muestra analizada no sería suficientemente grande como para ser consistente, aporta una información diferencial para el inversor.

Conclusiones

La evolución de los fondos de inversión en los últimos años ha resultado ser muy positiva y ha tenido un crecimiento espectacular gracias a las ventajas que los fondos de inversión ofrecen frente a las maneras más clásicas de invertir tanto en renta variable como fija.

De los países analizados el mejor comportamiento en los últimos 15 años ha sido el de la bolsa alemana, siendo el fondo alemán algo mejor que su índice de referencia. Sin embargo las diferencias de rentabilidad son muy notables respecto a la bolsa española. Siendo esta última la que cobra más gastos de gestión situándola en una posición menos competitiva en el sector.

Existe una gran correlación del mercado financiero alemán tanto con España como con Estados Unidos. Esta mayor exposición fue la causante de un severo impacto en los mercados primero con la crisis financiera en Estados Unidos, seguido de la crisis de deuda pública en España y los países de la periferia. Pese a ello el gobierno ha sabido mantener la economía y los agentes del mercado han obtenido grandes beneficios.

Esta economía alemana tan estable permitió al gobierno financiarse con tipos muy bajos, siendo incluso menores que los tipos Americanos, la cual está considerada la deuda sin riesgo por excelencia. Sin embargo, la crisis financiera en España fue mucho más severa castigando a los tipos mediante una prima de riesgo.

Respecto a los actuales modelos, especialmente el modelo del CAPM, los resultados reflejan una evidente falta de información a la hora de estimar las variables. El modelo alternativo a la teoría clásica de mercado propuesto en el trabajo ofrece resultados más precisos aportando simplemente un poco de información macroeconómica.

Por último la realización de un análisis diferencial respecto a los ciclos económicos pone de manifiesto la existencia de diferencias relativamente significativas entre la gestión pasiva y la gestión activa. Estos resultados difieren una vez más del modelo CAPM, ya que con betas inferiores a 1 se obtienen rentabilidades por encima del índice en épocas de bonanza y rentabilidades peores al índice en épocas de crisis. Dichos resultados son propios de una beta superior al índice.

Estos resultados muestran que los modelos teóricos actuales están obsoletos y no tienen cabida en la práctica del sector financiero. Es por ello necesario el desarrollo de

nuevos modelos que incluyan más información macroeconómica y menos información pasada, pues como es bien sabido en el sector “rentabilidades pasadas no significan rentabilidades futuras”.

Futuras líneas de investigación

Tras el crecimiento del sector financiero y la llegada en 2007 de la crisis financiera, han aflorado muchas debilidades dentro del marco financiero en los últimos cinco años. Fruto de dicha situación, se han tomado numerosas medidas regulatorias por los gobiernos. Esto ha creado una situación de juego muy diferente de la anterior. Todos estos cambios han dejado a los modelos clásicos obsoletos. Por lo tanto es necesario que la teoría de mercados evolucione con la realidad del mismo y por ello hay que buscar nuevos modelos alternativos. Modelos que incluyan la exposición al mercado global y no que se analicen de forma aislada olvidando el desarrollo de la economía mundial.

El estudio realizado entre la relación del tipo de gestión y los ciclos económicos ofrece nueva información a los agentes del sector. Sin embargo el trabajo no deja de ser una pincelada al respecto. Por ello se trata de una gran idea sobre la cual profundizar. Además dicho estudio sería extrapolable tanto a la renta variable como a la renta fija, donde quedarían al descubierto las habilidades de inversión de los gestores. Si se hallasen resultados empíricamente significativos en la misma línea que los obtenidos en el trabajo, los agentes del mercado serían capaces de mejorar las rentabilidades con una menor exposición. Además obligaría a los gestores a ajustar mejor sus posiciones respecto del mercado.

Bibliografía

- Aragonés, J.R. & Mascareñas, J. 1994, "La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital", vol. 64, pp. 76-89.
- Ardila, H., Lochmüller, C., Márquez, J.I. & Peña, A. 2012, "Riesgo del endeudamiento: Crisis de la deuda soberana y posibles implicaciones.", vol. 8.
- Calvo Honero, A. 2008, "La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch", vol. 18, no. Revista de Economía Mundial.
- Ciriaco Fernández, A. & Santamaría Aquilué, R. 2005, "Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles".
- Coca Pérez, J.L., Paredes Sánchez, D.C. & Texeira Quirós, J. "La filatelia: Valores refugio en tiempos de crisis", Universidad de Extremadura.
- Esteve Serrano, T. & Uxo González, J. "La clasificación y ordenación de los fondos de inversión mobiliaria en España: Una primera aplicación moderna de la teoría de los mercados de capitales".
- Fama, E. 1970, "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work" vol. 25, The Journal of Finance, pp. 383-417.
- Fratzscher, M., Duca, M.L. & Straub, R. 2013, "On the international Spillovers of US Quantitative Easing", , no. DEW Berlin Discussion.
- Gallego, A., Gomez, J., Carlos & Marhuenda, J. 1992, "Evidencias Empíricas del CAPM en el mercado Español de capitales", .
- Gomez Betancourt, R. 2008, "LA TEORÍA DEL CICLO ECONÓMICO DE FRIEDRICH VON HAYEK: CAUSAS MONETARIAS, EFECTOS REALES", vol. 27.
- Gruber, M.J. 1996, "Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds", vol. 51, no. Journal of Finance.
- Hayek, F.A. "*Monetary Theory and Trade Cycle*", .
- Leamer, E. 2010, *Macroeconomic Patterns and Stories: A guide for MBAs*. Springer.
- Mankiw, N.G. 2006, *MANKIW*, 6th edn, Antonio Bosch, España.
- Martinez, M.A. 2001, "El puzzle de los fondos de inversión en España: un enfoque de demanda.", vol. 213.
- Matallín Sáenz, J.C. & Gil de Albornoz, B. 2004, "Evaluación de la gestión internacional de los fondos de inversión", vol. XXXIV, no. 125, pp. 333-362.
- Solnik, B. 1974, "An equilibrium model of the international capital market", vol. 8, Journal of Economic Theory.
- Torre Torres, Oscar V. de la 2013, "No todo es lo que parece: El índice Ibex35 como aproximación de la cartera de mercado bursátil español."pp. 64-76.
- Uriel, E. 2009, "El modelo de regresión simple: estimación y propiedades".

Anexos

Datos:

	Ibex 35	F. Español	Dax 30	F. Alemán	Russel 1000	F. Americano
31/03/1999	9740.7	162.33	4884.2	79.23	690.51	29.32359
30/06/1999	10218.6	166.51	5378.52	89.39	707.19	34.46536
30/09/1999	9525.4	154.85	5149.83	85.06	736.08	30.85216
31/12/1999	11641.4	172.88	6958.14	105.19	771.58	33.59235
31/03/2000	11935	190.92	7599.39	118.39	755.57	35.45018
30/06/2000	10581.3	168.85	6898.21	112.49	763.06	35.43389
29/09/2000	10950	183.36	6798.12	115.86	722.55	41.52417
29/12/2000	9109.8	152.00	6433.61	98.88	658.9	39.65939
30/03/2001	9308.3	155.39	5829.95	86.45	637.43	41.23664
29/06/2001	8878.4	149.33	6058.38	84.25	557.29	44.57689
28/09/2001	7314	120.94	4308.15	60.08	596.66	34.33278
31/12/2001	8397.6	138.67	5160.1	70.41	572.04	42.1431
29/03/2002	8249.7	137.60	5397.29	72.8	484.39	44.26719
28/06/2002	6913	115.04	4382.56	57.69	468.51	34.23952
30/09/2002	5431.7	92.14	2769.03	39.04	454.3	28.05952
31/12/2002	6036.9	100.88	2892.63	38.85	486.09	29.03656
31/03/2003	5870.5	98.61	2423.87	33.61	512.92	26.65566
30/06/2003	6862	113.83	3220.58	45.85	562.51	29.12131
30/09/2003	6703.6	111.87	3256.78	47.29	568.32	29.77629
31/12/2003	7737.2	127.87	3965.16	54.63	605.21	31.61414
31/03/2004	8018.1	132.37	3856.7	54.39	603.42	32.94022
30/06/2004	8078.3	134.12	4052.73	56.47	587.21	33.58534
30/09/2004	8029.2	133.93	3892.9	53.78	604.51	32.04055
31/12/2004	9080.8	150.62	4256.08	57.55	633.99	31.86781
31/03/2005	9258.8	154.11	4348.77	60.49	623.32	32.62647
30/06/2005	9783.2	163.02	4586.28	63.01	670.26	34.97602
30/09/2005	10813.9	180.26	5044.12	68.22	656.09	35.91023
30/12/2005	10733.9	179.39	5408.26	73.03	697.79	37.38697
31/03/2006	11854.3	198.03	5970.08	80.66	714.37	38.73466
30/06/2006	11548.1	192.98	5683.31	75.19	692.59	36.39421
29/09/2006	12934.7	215.19	6004.33	80.2	747.3	39.18493
29/12/2006	14146.5	233.69	6596.92	88.36	784.11	40.65509
30/03/2007	14641.7	242.54	6917.03	93.24	807.82	40.43826
29/06/2007	14892	248.06	8007.32	107.8	792.11	42.47304
28/09/2007	14576.5	244.75	7861.51	104.5	844.2	39.93677
31/12/2007	15182.3	251.77	8067.32	105.77	750.97	36.35054
31/03/2008	13269	219.04	6534.97	93.33	756.03	30.46998
30/06/2008	12046.2	204.94	6418.32	91.13	694.07	29.11795
30/09/2008	10987.5	184.73	5831.02	79.29	522.47	28.72174
31/12/2008	9195.8	157.24	4810.2	67.32	447.32	23.60066

31/03/2009	7815	135.69	4084.76	57.07	476.84	22.44312
30/06/2009	9787.8	169.03	4808.64	71.13	539.88	25.11032
30/09/2009	11756.1	204.29	5675.16	86.83	579.97	27.21437
31/12/2009	11940	209.03	5957.43	88.69	589.41	30.25609
31/03/2010	10871.3	191.63	6153.55	93.96	655.06	33.34072
30/06/2010	9263.4	167.90	5965.52	90.33	606.09	32.32439
30/09/2010	10514.5	189.75	6229.02	96.33	653.57	31.80617
31/12/2010	9859.1	182.30	6914.19	110.97	712.97	35.53045
31/03/2011	10576.5	198.79	7041.31	114.24	758.45	35.74348
30/06/2011	10359.9	194.73	7376.24	118.2	717.77	33.98346
30/09/2011	8546.6	159.82	5502.02	83.9	692.41	30.51528
30/12/2011	8566.3	163.49	5898.35	92.35	726.33	35.37037
30/03/2012	8008	154.11	6946.83	112.86	773.5	38.18632
29/06/2012	7102.2	141.95	6416.28	101.65	758.6	37.35673
28/09/2012	7708.5	153.48	7216.15	117.47	779.35	39.32122
31/12/2012	8167.5	166.01	7612.39	125.84	831.74	38.15261
29/03/2013	7920	164.73	7795.31	132.26	886.89	44.24427
28/06/2013	7762.7	164.72	7959.22	135.53	937.16	46.08996
30/09/2013	9186.1	189.50	8594.4	147.11	979.68	46.51541
31/12/2013	9916.7	204.75	9552.16	163.41	996.48	50.22844
31/03/2014	10340.5	212.41	9555.91	164.88	1050.2	51.46674
30/06/2014	10923.5	221.32	9833.07	168.78	1075.6	54.03214
30/09/2014	10825.5	220.35	9474.3	159	1121.98	58.23106
31/12/2014	10279.5	211.46	9805.55	169.85	1111.85	62.54545
31/03/2015	11521.1	239.69	11966.17	208.59	1156.95	71.40194

Ciclos y bonos del estado a 10 años.

	Ciclos España	Ciclos Alemania	Ciclos USA	Bono España	Bono Alemania	Bono USA
31/03/1999	9740.7	162.33	4884.2	79.23	690.51	29.32359
30/06/1999	10218.6	166.51	5378.52	89.39	707.19	34.46536
30/09/1999	9525.4	154.85	5149.83	85.06	736.08	30.85216
31/12/1999	11641.4	172.88	6958.14	105.19	771.58	33.59235
31/03/2000	11935	190.92	7599.39	118.39	755.57	35.45018
30/06/2000	10581.3	168.85	6898.21	112.49	763.06	35.43389
29/09/2000	10950	183.36	6798.12	115.86	722.55	41.52417
29/12/2000	9109.8	152.00	6433.61	98.88	658.9	39.65939
30/03/2001	9308.3	155.39	5829.95	86.45	637.43	41.23664
29/06/2001	8878.4	149.33	6058.38	84.25	557.29	44.57689
28/09/2001	7314	120.94	4308.15	60.08	596.66	34.33278
31/12/2001	8397.6	138.67	5160.1	70.41	572.04	42.1431
29/03/2002	8249.7	137.60	5397.29	72.8	484.39	44.26719
28/06/2002	6913	115.04	4382.56	57.69	468.51	34.23952
30/09/2002	5431.7	92.14	2769.03	39.04	454.3	28.05952
31/12/2002	6036.9	100.88	2892.63	38.85	486.09	29.03656
31/03/2003	5870.5	98.61	2423.87	33.61	512.92	26.65566
30/06/2003	6862	113.83	3220.58	45.85	562.51	29.12131
30/09/2003	6703.6	111.87	3256.78	47.29	568.32	29.77629
31/12/2003	7737.2	127.87	3965.16	54.63	605.21	31.61414
31/03/2004	8018.1	132.37	3856.7	54.39	603.42	32.94022
30/06/2004	8078.3	134.12	4052.73	56.47	587.21	33.58534
30/09/2004	8029.2	133.93	3892.9	53.78	604.51	32.04055
31/12/2004	9080.8	150.62	4256.08	57.55	633.99	31.86781
31/03/2005	9258.8	154.11	4348.77	60.49	623.32	32.62647
30/06/2005	9783.2	163.02	4586.28	63.01	670.26	34.97602
30/09/2005	10813.9	180.26	5044.12	68.22	656.09	35.91023
30/12/2005	10733.9	179.39	5408.26	73.03	697.79	37.38697
31/03/2006	11854.3	198.03	5970.08	80.66	714.37	38.73466
30/06/2006	11548.1	192.98	5683.31	75.19	692.59	36.39421
29/09/2006	12934.7	215.19	6004.33	80.2	747.3	39.18493
29/12/2006	14146.5	233.69	6596.92	88.36	784.11	40.65509
30/03/2007	14641.7	242.54	6917.03	93.24	807.82	40.43826
29/06/2007	14892	248.06	8007.32	107.8	792.11	42.47304
28/09/2007	14576.5	244.75	7861.51	104.5	844.2	39.93677
31/12/2007	15182.3	251.77	8067.32	105.77	750.97	36.35054
31/03/2008	13269	219.04	6534.97	93.33	756.03	30.46998
30/06/2008	12046.2	204.94	6418.32	91.13	694.07	29.11795
30/09/2008	10987.5	184.73	5831.02	79.29	522.47	28.72174
31/12/2008	9195.8	157.24	4810.2	67.32	447.32	23.60066

31/03/2009	7815	135.69	4084.76	57.07	476.84	22.44312
30/06/2009	9787.8	169.03	4808.64	71.13	539.88	25.11032
30/09/2009	11756.1	204.29	5675.16	86.83	579.97	27.21437
31/12/2009	11940	209.03	5957.43	88.69	589.41	30.25609
31/03/2010	10871.3	191.63	6153.55	93.96	655.06	33.34072
30/06/2010	9263.4	167.90	5965.52	90.33	606.09	32.32439
30/09/2010	10514.5	189.75	6229.02	96.33	653.57	31.80617
31/12/2010	9859.1	182.30	6914.19	110.97	712.97	35.53045
31/03/2011	10576.5	198.79	7041.31	114.24	758.45	35.74348
30/06/2011	10359.9	194.73	7376.24	118.2	717.77	33.98346
30/09/2011	8546.6	159.82	5502.02	83.9	692.41	30.51528
30/12/2011	8566.3	163.49	5898.35	92.35	726.33	35.37037
30/03/2012	8008	154.11	6946.83	112.86	773.5	38.18632
29/06/2012	7102.2	141.95	6416.28	101.65	758.6	37.35673
28/09/2012	7708.5	153.48	7216.15	117.47	779.35	39.32122
31/12/2012	8167.5	166.01	7612.39	125.84	831.74	38.15261
29/03/2013	7920	164.73	7795.31	132.26	886.89	44.24427
28/06/2013	7762.7	164.72	7959.22	135.53	937.16	46.08996
30/09/2013	9186.1	189.50	8594.4	147.11	979.68	46.51541
31/12/2013	9916.7	204.75	9552.16	163.41	996.48	50.22844
31/03/2014	10340.5	212.41	9555.91	164.88	1050.2	51.46674
30/06/2014	10923.5	221.32	9833.07	168.78	1075.6	54.03214
30/09/2014	10825.5	220.35	9474.3	159	1121.98	58.23106
31/12/2014	10279.5	211.46	9805.55	169.85	1111.85	62.54545
31/03/2015	11521.1	239.69	11966.17	208.59	1156.95	71.40194



DATOS FUNDAMENTALES PARA EL INVERSOR

El presente documento recoge los datos fundamentales sobre este fondo que el inversor debe conocer. No se trata de material de promoción comercial. La ley exige que se facilite esta información para ayudarle a comprender la naturaleza del fondo y los riesgos que comporta invertir en él. Es aconsejable que lea el documento para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia o no de invertir en él.

CLASE A, participación del fondo SANTANDER RV ESPAÑA BOLSA, FI (Código ISIN: ES0114039037)

- N° Registro del Fondo en la CNMV: 506
- La Gestora del fondo es SANTANDER ASSET MANAGEMENT, S.A., SGIIC
Grupo: SANTANDERWARBURGPINCUS/GENERALATLANTIC

■ Objetivos y Política de Inversión

El fondo pertenece a la categoría: Fondo de Inversión. RENTA VARIABLE EURO.

Objetivo de gestión: La gestión toma como referencia del Índice IBEX 35 (Cod. Bloomberg: IBEX Index).

Política de Inversión: El fondo tendrá una correlación mínima del 75% con el Índice. El límite del 20% del patrimonio en valores de un único emisor se podrá ampliar al 35% cuando la ponderación de dicho emisor en el Índice supere el 20%.

Mínimo un 75% de la exposición total se invertirá en renta variable de emisores españoles, sin descartar minoritariamente otros países OCDE y hasta un 10% de la exposición en países emergentes. Mínimo el 60% de exposición a renta variable estará emitida por entidades del área euro. Los valores serán principalmente de alta capitalización y minoritariamente de mediana, sin descartarse valores colizados en proceso de privatizaciones o salidas a bolsa.

El resto estará expuesto a renta fija de emisores principalmente de zona euro, sin descartar otros países OCDE (Incluyendo depósitos y/o instrumentos del mercado monetario no colizados, que sean líquidos), de calidad alta (rating mínimo A-) y media (entre BBB- y BBB+). La duración media de la cartera estará entre 0 y 1 año.

La exposición máxima a riesgo divisa será del 30% de la exposición total.

Los activos del fondo se negociarán principalmente en mercados zona euro, sin descartar otros OCDE. Hasta un 10% de la exposición podrá invertirse en mercados emergentes.

Se podrá invertir directa, o indirectamente (hasta un 10% del patrimonio) en IIC financieras, activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

El grado máximo de exposición a riesgo de mercado por uso de derivados es el patrimonio neto.

Se podrá invertir más del 35% en valores de un Estado de la EU, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España.

Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados con la finalidad de cobertura y de inversión.

Se podrá invertir hasta un máximo conjunto del 10% en activos que podrían introducir mayor riesgo que el resto de las inversiones, entre otros, por su de liquidez, tipo de emisor o grado de protección al inversor.

Esta participación es de acumulación, es decir, los rendimientos obtenidos son reinvertidos.

El participante podrá suscribir y reembolsar sus participaciones con una frecuencia diaria.

Si usted quiere suscribir o reembolsar participaciones el valor liquidativo aplicable será el del mismo día de la fecha de solicitud.

No obstante, las órdenes cursadas a partir de las 15:00 horas o en un día inhábil se tramitarán junto con las realizadas al día siguiente hábil. Los comercializadores podrán fijar horas de corte anteriores a la indicada.

Recomendación: Este fondo puede no ser adecuado para inversores que prevean retirar su dinero en un plazo de antes de 3 años.

■ Perfil de Riesgo y Remuneración

Potencialmente menor rendimiento Menor riesgo			Potencialmente mayor rendimiento Mayor riesgo			
1	2	3	4	5	6	7

La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo.

Este dato es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, pueden no constituir una Indicación fiable del futuro perfil de riesgo del fondo. Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo.

¿Por qué en esta categoría? se trata de un fondo que invierte en renta variable española, estando sujeto, por tanto, a la volatilidad propia de la renta variable.

Gastos

Estos gastos se destinan a sufragar los costes de funcionamiento del fondo, incluidos comercialización y distribución. Dichos gastos reducen el potencial de crecimiento de la inversión.

Gastos deducidos del fondo a lo largo de un año

Gastos corrientes	2,31%
-------------------	-------

Los gastos corrientes son los soportados por el fondo en el ejercicio 2014. No obstante, este importe podrá variar de un año a otro. Datos actualizados según el último Informe anual disponible.

La información detallada puede encontrarse en el folleto disponible en la web de la gestora y en la CNMV.

Rentabilidades históricas



Datos actualizados según el último Informe anual disponible.

Información Práctica

El depositario del fondo es SANTANDER SECURITIES SERVICES, S.A. (Grupo: SANTANDER)

Fiscalidad: La tributación de los rendimientos obtenidos por los partícipes dependerá de la legislación fiscal aplicable a su situación personal. Los rendimientos de los fondos tributan al 1% en el Impuesto sobre Sociedades.

Información adicional: Este documento debe ser entregado, previo a la suscripción, con el último Informe semestral publicado. Estos documentos, el folleto completo, que contiene el reglamento de gestión y los últimos Informes trimestral y anual, pueden solicitarse gratuitamente y ser consultados por medios telemáticos en la sociedad gestora o en las entidades comercializadoras y en los registros de la CNMV (disponibles en castellano).

El valor liquidativo del fondo se puede consultar en el Boletín Oficial de Cotización de la Bolsa de Valores de Madrid.

La gestora y el depositario únicamente incurrirán en responsabilidad por las declaraciones contenidas en el presente documento que resulten engañosas, inexactas o incoherentes frente a las correspondientes partes del folleto del fondo. Para el seguimiento del Índice se usará tanto el modelo de réplica física (acciones) como el de réplica sintética (futuros y ETFs), suponiendo ambos para los partícipes la máxima exposición a la evolución del Índice.

Este fondo está autorizado en España el 18/07/1994 y está regulado por la CNMV.

DWS Deutschland

Fondos de renta variable - Alemania

Deutsche Asset & Wealth Management

Mayo 2015
Fecha: 20.05.2015

Datos del fondo

Política de Inversión

El fondo invierte en valores estándares europeos según el índice (más otros) del índice DAX, más una incorporación más flexible de Small Cap y Mid Cap activos.

Comentario del gestor

Para más detalles sobre el fondo y sus mercados correspondientes, consulte los informes anuales.

Rentabilidad

Rentabilidad (en EUR) **(en %)**

■ Fondo ■ Índice (desde 30.05.2008): DAX (€)

Cualquier evolución de valor según el método RV, es decir, sin tener en consideración la comisión de suscripción. Los datos indicados, como es lógico, las comisiones y otros reembolsos de capital del fondo en cuestión en la correspondiente. Si se comparan en su totalidad un efecto negativo sobre el desarrollo de los valores. La evolución del valor en el pasado no es un indicador fiable de la evolución futura de futuro.

Evolución acumulada (en %)	
	1 m. 1 a. 3 a. 5 a. Inicio 2015 3 a d. 5 a d. 2011 2012 2013 2014
EUR	1,8 18,8 66,7 128,9 204,8 19,7 28,9 10,0 -18,4 38,8 30,3 4,2
DAX en EUR	0,0 15,4 54,7 92,2 -18,2 -3,8 22,8 18,8 -14,0 38,2 28,7 3,1

Otros características (3 años)			
Volatilidad	0,22%	Diferencia máxima	-3,47%
Ratio Sharpe	1,87	Ratio de información	0,59
Tasa alfa	1,79%	Tasa beta	1,04
		Volatilidad inv.	0,77%
		Coefficiente de correlación	0,90
		Tracking Error	0,02%

Estructura de la cartera

Distribución Sectorial (RV)	(% del fondo)	Principales inversiones (renta var.)	(% del fondo)
Sectores MSCI			
Consumo Discrecional	24,1	Daimler AG (Consumo Discrecional)	8,1
Bienes Industriales	14,9	Bayer AG (Farmacéutica)	6,0
Financiera	13,5	Alkermis SE (Farmacéutica)	6,5
Alimentación y bebidas	12,4	Siemens AG (Bienes Industriales)	6,8
Materiales	11,2	BASF SE (Materiales)	6,0
Tecnología de la info.	7,5	SAP SE (Tecnología de la info.)	4,6
Telecomunicaciones	3,8	Continental AG (Consumo Discrecional)	3,8
Consumo Básico	1,8	Deutsche Telekom (Telecomunicaciones)	3,1
		Deutsche Bank AG (Financiera)	3,1
		Deutsche Post AG (Bienes Industriales)	2,7
		Totales	53,2
		<small>Ponderación bruta, sin descontar las eventuales posiciones en derivados.</small>	
		<small>Ponderación bruta, no descontada de eventuales posiciones en derivados y certificados.</small>	

Distribución por divisas	(% del fondo)	Ratio de inversión	(% del fondo)
EUR	99,9	Renta variable	91,0
Moneda ajena	0,1	Deuda y otros patrimonio	8,0
		Large Future	(8,0)

incl. las operaciones a plazo sobre divisas. Los valores negativos y positivos reflejan la posición sobre las div.

Morningstar Style-Box™

Capitalización bursátil

Alta	Alta	Media	Baja
Medio			
Baja			
Valor			Crecimiento

Compartido

Ratío de inversión

Categoría Morningstar™

RV Alemana Cap. Global

Clasificaciones (Fecha: 30.04.2015)

Rating Morningstar™: + + + + +

FES: Fund Rating: (B)

Upper Limit:

Página 1 / 2



Estructura de la cartera

Capitalización de mercado	(% del fondo)
Muy alta (> 10.000 mls.)	70,5
Alta (> 5.000 mls. - 10.000 mls.)	6,2
Media (> 1 mld. - 5.000 mls.)	10,2
Baja (< 1 mld.)	4,1

Fondación bruta, sin descontar las eventuales posiciones en derivados. El cálculo se efectúa en euros.

Datos referentes al patrimonio del fondo

Número de acciones	51	Rendimiento de los dividendos (en %)	2,6	Capitalización de mercado	50.714,5 Mio. EUR
--------------------	----	--------------------------------------	-----	---------------------------	-------------------

Fondo

gestor de la Cartera	Tim Altmacht	Comisión total	1,400%
gestor del fondo desde	01.07.2002	Gastos corrientes	1,400%
Sociedad Gestora	Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH	máx. com. de Auto de Ingresos por p.	0,013%
Domicilio de la gestión	Alemania	Beneficios	Asimilación
Sociedad Gestora	Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH	Ingresos acumulados	--
Estructura jurídica	Patrimonio especial	Valor liquidativo	200,27 EUR
Entidad depositaria	State Street Bank GmbH		
Patrimonio	5.705,0 Mio. EUR		
Divisa del fondo	EUR		
Fecha de lanzamiento	30.10.1993		
Fin de ejercicio	30.09.2015		
Perfil de los inversores	Orientado al crecimiento		
ISIN	DE000490902		

Dirección

DWS Investments (Spain) S.G.L.L.C.

Plaza de la Castellana 16, 4 Planta
28045 Madrid
Tel: +34 91 025 0100
Fax: +34 91 025 0020
Internet: www.dws-espana.com
E-mail: dws.es@dws.com

Nota

Debido a su composición de valores utilizados por la gestión del fondo, el fondo presenta una elevada volatilidad, es decir, el valor liquidativo puede estar sujeto a fuertes oscilaciones al alza o a la baja también durante periodos breves de tiempo.

Rankings y ratings referidos al mes anterior (ordenado alfabéticamente).

Las opiniones recogidas en este documento son orientativas y en ningún caso, constituyen una recomendación o oferta para realizar transacción alguna. Las decisiones de inversión o desinversión deben ejecutarse en base a la documentación legalmente requerida. Los movimientos realizados en la cartera de valores están sujetos a las variaciones de mercado y, además, se hace constar que los resultados pasados no garantizan rentabilidades futuras.

Claúsula de exención de responsabilidad

Deutsche Asset
& Wealth Management



Oportunidades

- Fondos de renta variable: aumento de cotización debidos a mercados, sectores y empresas.
- Fondos de renta fija: descenso de rendimiento o aumento de cotización en los mercados de renta fija y/o retraso de las primas de rendimiento en ratios de alto devengo de intereses.
- Dado el caso, ganancias por cambio de divisas.

Riesgos

- Fondos de renta variable: descreencia de cotización debidos a mercados, sectores y empresas.
- Fondos de renta fija: aumento de rendimientos o pérdidas de cotización en los mercados de renta fija y/o aumento de las primas de rendimiento en títulos de alto devengo de intereses.
- Riesgo de país, riesgo de emisor, riesgo de solvencia de la contraparte y riesgo de incumplimiento.
- Dado el caso, utilización de instrumentos financieros derivados.
- Dado el caso, riesgo de tipo de cambio.
- El valor líquido por participación puede caer en cualquier momento por debajo del precio de compra al que el cliente adquirió la participación.

Perfil de los Inversores: Orientado al crecimiento.

El fondo está concebido para inversores que buscan el crecimiento y cuyas expectativas de rentabilidad se centran en los tipos de interés de los mercados de capital; el crecimiento del capital se obtiene principalmente de oportunidades relacionadas con las divisas y las acciones. La seguridad y la liquidez quedan subordinadas a las perspectivas de rendimiento. Derivado de este hecho, los elevados riesgos en el sector de la renta variable, los intereses y las divisas, así como los riesgos de solvencia, pueden generar resultados negativos.

Tenga presente que la información de Morningstar, FCR y Lipper Leaders se refiere al mes previo.

Rating Morningstar™

© (2015) Morningstar Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí contenida (1) está protegida por derechos de propiedad intelectual para Morningstar y/o sus proveedores de contenidos; (2) no puede ser distribuida ni reproducida; y (3) no se garantiza su veracidad, integridad o actualidad. Ni Morningstar ni sus proveedores de contenidos responden de los posibles daños o pérdidas que surjan de la utilización de esta información. Las evoluciones de valor en el pasado no garantizan la evolución en el futuro.

Lipper Leaders

© 2015 Lipper - a Thomson Reuters Company. Todos los derechos reservados. Está prohibido copiar, publicar, transmitir o hacer de cualquier otra forma los datos de Lipper sin la autorización por escrito de Lipper. Ni Lipper ni ningún otro miembro del grupo Thomson Reuters o sus proveedores de datos responden por el envío erróneo o con retraso de datos ni de las consecuencias que se puedan derivar de ello. El cálculo de las evoluciones del valor por Lipper se realiza sobre la base de los datos disponibles en el momento del cálculo y por lo tanto no tiene que incluir necesariamente todos los fondos seguidos por Lipper. La presentación de los datos de evolución del valor no es una recomendación de compra o venta de un fondo ni una recomendación de inversión en un determinado segmento del mercado. Lipper analiza la evolución del valor de fondos en el pasado. Los resultados alcanzados en el pasado no son garantía de la evolución futura de un fondo de inversión. Lipper y el logotipo de Lipper son marcas registradas de Thomson Reuters.

Criterios de clasificación de Lipper Leaders - Ratings del 1 (bajo) al 5 (alto)

Primeras cifra = rendimiento total; segunda cifra = rendimiento uniforme; tercera cifra = mantenimiento del capital; cuarta cifra = gastos

Nota general

Debido al hecho de que en la fijación de precios por parte del Depositario el último día de negociación de un mes en algunos fondos se produce una diferencia horaria de hasta diez horas entre el cálculo del precio del fondo y el de la cotización del índice de referencia, en caso de fuertes movimientos del mercado durante dicho periodo de tiempo, se pueden producir subidas y bajadas del rendimiento del fondo en comparación con el del índice de referencia a finales de mes (si denominado "Efecto precio").

La información que se incluye en el presente documento no pretende brindar ningún tipo de asesoramiento de inversión y constituye exclusivamente un resumen de las características principales del fondo. Se podrá encontrar la información completa del fondo en el folleto de comercialización simple o completo, al que se adjunta el último informe anual auditado y el correspondiente informe semestral en caso de que éste sea más reciente que el último informe anual. Esta documentación representa la única base vinculante de la compra. Podrá obtener la información mencionada anteriormente de forma electrónica o impresa sin costo de su asesor financiero, Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Melchior Landstrasse 175-190, D-60327 Frankfurt del Meno, y, cuando se trate de fondos luxemburgueses, de Deutsche Asset & Wealth Management Investment S.A., 2, Boulevard Konrad Adenauer, L-1115 Luxemburgo.

Todas las opiniones reflejan la estimación actual de Deutsche Asset & Wealth Management, que puede modificarse sin previo aviso. Siempre que los datos de este documento provengan de terceros, Deutsche Asset & Wealth Management no garantiza que éstos sean correctos, completos y adecuados, aunque Deutsche Asset & Wealth Management utilice únicamente información que considere fiable.

Cálculo de la evolución del valor según el método IVA, es decir, sin tener en consideración la comisión de suscripción. Los costes individuales, como las tasas, las comisiones y otras remuneraciones no se han tenido en cuenta en la presentación. Si se toman en cuenta, tendrán un efecto negativo sobre el desarrollo de los valores. La evolución del valor en el pasado no es un indicador fiable de la evolución futura del mismo.

El folleto informativo completo contiene más información fiscal.

Las participaciones emitidas de este fondo sólo pueden ser ofertadas para su compra o ventas en los ordenamientos jurídicos en los que dicha oferta o venta está autorizada. Por esta razón, las participaciones del fondo no pueden ofertarse o venderse dentro de los EE.UU. o a sus ciudadanos o por cuenta de éstos, ni a personas residentes en ese país.

No está permitido difundir este documento y la información de éste dentro de los EE.UU. La difusión o publicación de este documento así como la oferta o venta de participaciones también pueden estar sujetas a limitaciones en otros ordenamientos jurídicos.

BLACKROCK GLOBAL FUNDS
BlackRock US Basic Value Fund A2 USD
APRIL 2015 FACTSHEET



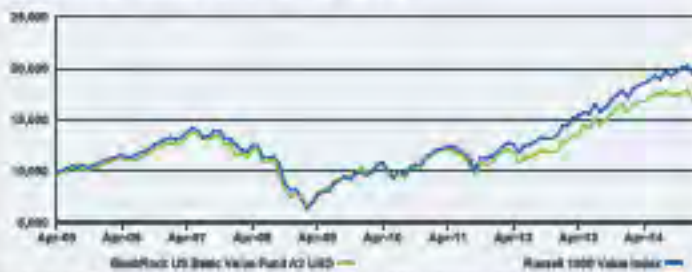
IMPORTANT:

- The Fund's investments in equities could incur significant losses due to fluctuation of equity values. The Fund's investments are concentrated in the US. This may result in greater volatility than more broad-based investments.
- The Fund may use derivatives to hedge market and currency risk and for efficient portfolio management. However, derivatives will not be extensively or primarily used for investment purposes. In an adverse situation, the Fund may suffer significant losses from their derivatives usage for hedging and efficient portfolio management.
- The value of a Fund can be volatile and could go down substantially within a short period of time. It is possible that the certain amount of your investment could be lost.
- Investors should not only base on this marketing material alone to make investment decision.

INVESTMENT OBJECTIVE

BlackRock US Basic Value Fund seeks to maximize total return. The Fund invests at least 70% of its total assets in the equity securities of companies domiciled in, or exercising the predominant part of their economic activity in, the US. The Fund places particular emphasis on companies that are, in the opinion of the Investment Advisor, undervalued and therefore represent basic investment value.

GROWTH OF 10,000 FOR PAST 10 YEARS



These figures show an annual change of the Fund based on a hypothetical \$10,000 investment in a share class.

CUMULATIVE PERFORMANCE

	3 mths	6 mths	1YTD	1 Year	2 Years	3 Years	5 Years	Since Launch
Share Class	8.32%	6.07%	2.32%	9.19%	34.32%	54.21%	88.64%	242.40%
Benchmark	4.38%	2.85%	0.21%	9.31%	32.18%	60.27%	87.41%	332.14%

CALENDAR YEAR PERFORMANCE

	2014	2013	2012	2011	2010
Share Class	9.27%	37.58%	9.84%	-3.47%	9.52%
Benchmark	13.45%	32.53%	17.51%	9.36%	15.51%

Share class performance is calculated on a Net Asset Value (NAV) basis, with income reinvested, net of fees. Performance is calculated in the relevant share class currency, including ongoing charges and taxes and excluding subscription and redemption fees, if applicable. Benchmark performance displayed is denominated currency and for comparative purposes only. Source: BlackRock. Past performance is not a guide to future performance and should not be the sole factor of consideration when selecting a product. Investors may not get back the full amount invested.

RATINGS



Morningstar, Inc. All Rights Reserved.

KEY FACTS

Asset Class	Equity
Morningstar Category	US Large-Cap Value Equity
Inception Date	08-Jan-1997
Share Class Launch Date	09-Jan-1997
Fund Base Currency	USD
Share Class Currency	USD
Fund Size (mB)	1,793.72 USD
Benchmark	Russell 1000 Value Index
Domicile	Luxembourg
Fund Type	UCITS
ISIN	LU0072461681
Bloomberg Ticker	MORVUW
Distribution Frequency	Non-Distributing

PORTFOLIO MANAGERS

Bar Geer (Since 31 Oct 2012)

TOP HOLDINGS (%)

PFIZER INC	4.89
JPMORGAN CHASE & CO	4.06
CITIGROUP INC	4.51
CISCO SYSTEMS INC	4.23
MARATHON OIL CORP	3.89
VALERO ENERGY CORP	2.58
QUALCOMM INC	2.48
MEDTRONIC PLC	2.44
CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	2.42
DISCOVER FINANCIAL SERVICES	2.42
Total	34.26

Holdings subject to change

SECTOR BREAKDOWN (%)



Negative weightings may result from specific circumstances (including timing differences between trade and settlement dates of securities purchased by the fund) and/or the use of certain financial instruments, including derivatives, which may be used to gain or reduce market exposure and/or risk management. Allocations are subject to change. Due to rounding, the total may not be equal to 100%.

TOP COUNTRIES (%)



Geographic exposure relates primarily to the domicile of the issuers of the securities held in the portfolio, unless otherwise specified and then expressed as a percentage of the product's local holdings. However, in some instances it can reflect the country where the issuer of the securities carries out most of its business. "Other" excluded from the chart above.

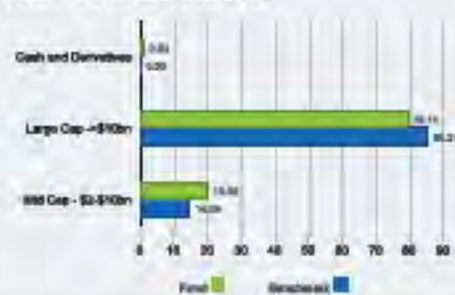
PORTFOLIO CHARACTERISTICS

Weighted Average Market Capitalisation (millions)	76,080.76 USD
Price to Earnings Ratio	19.88x
Price to Book Ratio	1.75x

FEES AND CHARGES

Max Initial Charge	5.00%
Management Fee	1.50%

MARKET CAPITALISATION (%)



+852 3603 2658

clientservice.asiapac@blackrock.com

www.blackrock.com/uk

Prior to 1 November 2012 the Fund was managed by Kevin Randall. On 1 October 2009 the benchmark received from S&P 500 CitiGroup Value Index to Russell 1000 Value Index. The BlackRock Global Funds – US Focused Value Fund was merged into the US Basis Value Fund on 9 October 2015. The Performance track record of the US Basis Value Fund has been maintained.

Unless otherwise specified, all information as of the month end. Sources: BlackRock and Morningstar. Performance is shown as of the month end in share class currency on a NAV to NAV price basis with income reinvested, net of fees. The above Fund data is for information only and does not constitute an offer or invitation to anyone to invest in any BlackRock Global Funds (BGF) and has not been prepared in connection with any such offer. BGF is an open-ended investment company established in Luxembourg which is available for sale in certain jurisdictions only. BGF is not available for sale in the U.S. or to U.S. persons. Product information concerning BGF should not be published in the U.S. Investment involves risk. Past performance is not necessarily a guide to future performance or returns. The value of investments and the income from them can fluctuate and is not guaranteed. Rates of exchange may cause the value of investments to go up or down. Investors may not get back the amount they invest. Individual stock price/figure does not represent the return of the Fund. The investment returns are denominated in share class dealing currency, which may be a foreign currency. If so, US/UK dollar-based investors are therefore exposed to fluctuations in the US/UK dollar/foreign currency exchange rate. For Hong Kong investors, please refer to the BGF Prospectus for details, including risk factors. Issued by BlackRock Asset Management North Asia Limited. This material and the BlackRock website (www.blackrock.com/uk) have not been reviewed by the Securities and Futures Commission of Hong Kong. BlackRock is a registered trademark of BlackRock, Inc. © 2015 BlackRock, Inc. All Rights Reserved. All other trademarks are those of their respective owners.

BLACKROCK®
貝萊德

Predicciones del fondo español mediante MCO.

For 95% confidence intervals, $t(60, 0.025) = 2.000$

	VARSAN	prediction	std. error	95% interval	
2013:3	0.150	0.173			
2013:4	0.080	0.077			
2014:1	0.037	0.043			
2014:2	0.042	0.055			
2014:3	-0.004	-0.005			
2014:4	-0.040	-0.043	0.0207	-0.084 -	-0.002
2015:1	0.134	0.115	0.0212	0.073 -	0.158

Predicciones del fondo alemán mediante MCO.

For 95% confidence intervals, $t(59, 0.025) = 2.001$

	VARDWS	prediction	std. error	95% interval	
2013:3	0.085	0.088			
2013:4	0.111	0.118			
2014:1	0.009	0.010			
2014:2	0.024	0.039			
2014:3	-0.058	-0.023			
2014:4	0.068	0.047	0.0342	-0.021 -	0.116
2015:1	0.228	0.230	0.0355	0.159 -	0.301

Predicciones del fondo americano mediante MCO.

For 95% confidence intervals, $t(59, 0.025) = 2.001$

	VARBRG	prediction	std. error	95% interval	
2013:3	0.009	0.071			
2013:4	0.080	0.059			
2014:1	0.025	-0.001			
2014:2	0.050	0.078			
2014:3	0.078	0.088			
2014:4	0.074	0.061	0.0902	-0.119 -	0.242
2015:1	0.142	0.035	0.0907	-0.147 -	0.216