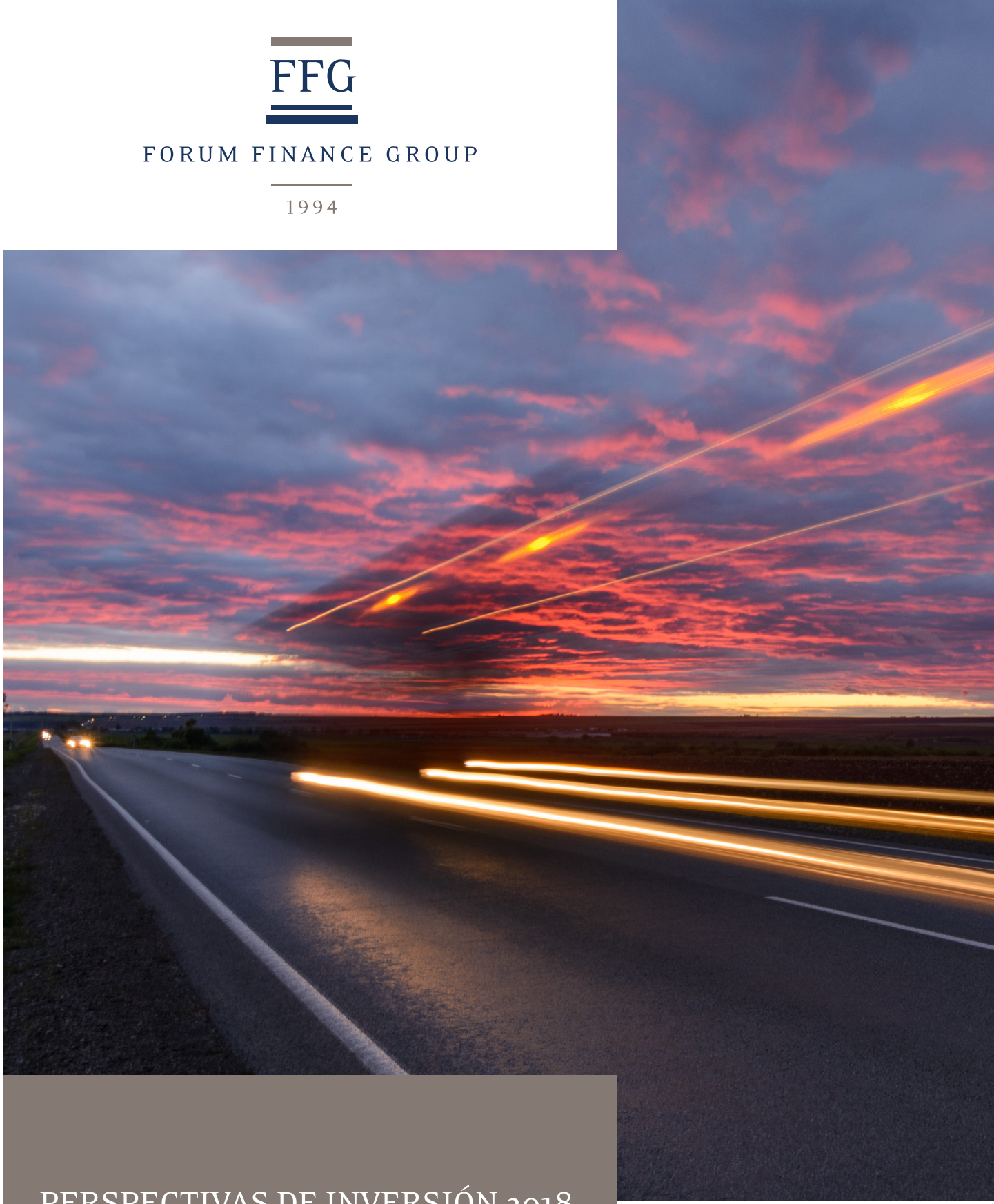
FFG

FORUM FINANCE GROUP

1994



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2018

ENERO DE 2018

ÍNDICE

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES 1

2017: REPASO DE NUESTROS CRITERIOS DE INVERSIÓN 2

2017: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS 3-5

2017: LOS MERCADOS FINANCIEROS 6-11
- Renta variable 6-7
- Materias primas 8
- Instrumentos de deuda, divisas 8-10
- Fondos alternativos (hedge funds) 10-11

2018: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS 12-14

2018: PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS 15-17

2018: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS 18-22
- Instrumentos de deuda 18
- Renta variable 18
- Materias primas 19
- Oro 19
- Fondos alternativos (hedge funds) 19
- Construcción de la cartera de FFG 20
- Gestores de fondos alternativos (hedge funds)/productos estructurados 21
- Tabla de asignación de activos 22

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES

2017 ha sido un buen año para la economía global, y excepcional para los mercados de renta variable

La economía global experimentó su mayor tasa de crecimiento desde 2011. El aspecto más destacado ha sido el hecho de que el crecimiento fue generalizado y las expectativas se modificaron al alza durante el año. Las tensiones geopolíticas, que en ocasiones presentaron una amenaza, no amortiguaron los elevados niveles de confianza empresarial y de los consumidores y su impacto en los mercados de capitales fue transitorio. Las preocupaciones acerca de los acontecimientos políticos europeos no se materializaron, ya que los partidos políticos populistas no llegaron a generar un vuelco en varias elecciones generales. Asimismo, el espectacular ascenso al poder de Emmanuel Macron en Francia se consideró un importante estímulo para la estabilidad futura de la Unión Europea.

Los mercados de renta variable se comportaron de manera inusualmente tranquila durante 2017, con una rentabilidad empresarial sólida y generalizada y amplia liquidez que apuntalaron los precios más elevados de la renta variable; la volatilidad se situó de modo sistemático a niveles próximos a los mínimos históricos y no se observaron perturbaciones significativas. Podría decirse que los mercados de bonos fueron algo más tempestuosos, aunque permanecieron en márgenes relativamente estrechos. Sorprendentemente, el euro resultó ser la más sólida de las principales divisas, impulsado por un escenario político mucho más estable de lo previsto en Europa.

Los mercados de renta variable fueron el motor de la rentabilidad de la cartera

El principal motivo de nuestra buena rentabilidad fue nuestra decisión de mantener una asignación sobreponderada en renta variable durante 2017. Aunque las exposiciones en renta fija también contribuyeron positivamente a las rentabilidades del pasado año, la renta variable experimentó un rendimiento significativamente mayor, con rentabilidades superiores a la media en todas las regiones. En comparación con 2016, el comportamiento de las inversiones alternativas fue más satisfactorio. Por último, una exposición infraponderada al dólar para las carteras no denominadas en dólares estadounidenses limitó el impacto negativo de su depreciación.

Las bases de la economía global son sólidas

La economía global se encuentra en buen estado debido a que el crecimiento sólido y sostenible está distribuido uniformemente entre todas las principales áreas económicas. La dinámica global positiva de la actividad y la baja inflación deberían mantenerse en 2018 y, en este momento, la probabilidad de que se produzca una recesión parece ser muy remota. Los riesgos políticos han disminuido, en particular en Europa, mientras el mundo se acostumbra a la manera sumamente poco convencional en que Donald Trump lidera Estados Unidos. Las condiciones de liquidez siguen siendo muy acomodaticias, aunque 2018 será un año de transición clave entre la era de flexibilización cuantitativa y las políticas monetarias más convencionales.

La renta variable sigue siendo nuestra clase activos preferida

Para comienzos de 2018, se mantienen nuestras perspectivas favorables acerca de la renta variable y mantenemos una posición infraponderada en renta fija. Las valoraciones generales de la renta variable no parecen ser excesivas, ya que debería continuar el crecimiento de los beneficios, aunque a un ritmo más lento. No tenemos ninguna preferencia regional marcada en cuanto a nuestra asignación de renta variable. La exposición a renta fija se inclina más hacia estrategias flexibles y bonos convertibles. No tenemos previsto asumir un alto grado de riesgo de divisas y esperamos que nuestra asignación a fondos alternativos (hedge funds) permanezca en el extremo superior del margen estratégico de asignación de activos. Hemos mantenido una preferencia clara por la renta variable frente a la renta fija.

2017: REPASO DE NUESTROS CRITERIOS DE INVERSIÓN

Hemos mantenido una preferencia clara por la renta variable frente a la renta fija

A comienzos de 2017 expresamos una preferencia clara por la renta variable frente a la renta fija. Las perspectivas económicas positivas y la recuperación global de los beneficios fueron los factores clave de una rentabilidad de la renta variable muy superior a la prevista. La asignación inicial sobreponderada hacia la renta variable se incrementó rápidamente con el aumento de nuestra exposición a los mercados emergentes y, asimismo, a la inversión en bancos europeos. En noviembre recortamos algunas posiciones en renta variable con el fin de consolidar los beneficios y proteger la rentabilidad de la cartera.

A lo largo de 2017 mantuvimos una asignación infraponderada hacia la renta fija, en particular bonos con grado de inversión, debido a las valoraciones poco atractivas; nuestro sesgo hacia el riesgo de crédito en detrimento del riesgo de duración, compuesto de bonos de alto rendimiento, préstamos bancarios y bonos convertibles, también contribuyó de forma positiva a la rentabilidad de la cartera.

Nuestra confianza en la renta variable japonesa y de los mercados emergentes se ha visto recompensada

En la clase de activos de renta variable habíamos expresado un alto nivel de confianza hacia la renta variable de los mercados emergentes y de Japón, y las rentabilidades de estos activos no decepcionaron. Nuestra estimación fue que la combinación de valoraciones atractivas, sólido crecimiento de beneficios y posicionamiento infraponderado de inversores daría como resultado un buen desempeño de estos mercados, y así fue. También realizamos algunas transacciones tácticas en 2017 que incluyeron inversiones en bancos europeos y fondos negociados en bolsa de pequeña capitalización de Estados Unidos.

El dólar estadounidense no respondió a nuestras expectativas

Aunque mantuvimos una posición muy infraponderada en dólares estadounidenses en 2017, habíamos perfilado nuestras perspectivas positivas respecto del dólar debido a las previsiones de un aumento de los tipos de interés reales, la divergencia en políticas monetarias y la reforma fiscal en Estados Unidos. Nuestra posición infraponderada se redujo ligeramente tras una cierta depreciación a principios del año pero, de hecho, el dólar no cobró mayor impulso y siguió depreciándose hasta estabilizarse durante el último trimestre. Nuestra exposición infraponderada media al dólar para carteras no denominadas en esta divisa contribuyó a limitar el daño de una sobreexposición.

2017 ofreció un mejor entorno para los fondos alternativos (hedge funds)

Nuestra exposición a los fondos alternativos (hedge funds) fue objeto de un minucioso examen tras un decepcionante año 2016. Optamos por mantener una exposición a diferentes estrategias de liquidez en base a nuestras expectativas de que las condiciones del mercado ofrecerían un mejor contexto a lo largo de 2017 y debido a la necesidad de diversificación de la cartera. La aportación general de los fondos alternativos fue positiva y algunos CTA y gestores Macro Globales obtuvieron rendimientos excepcionales en sus grupos de referencia.

2017: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS

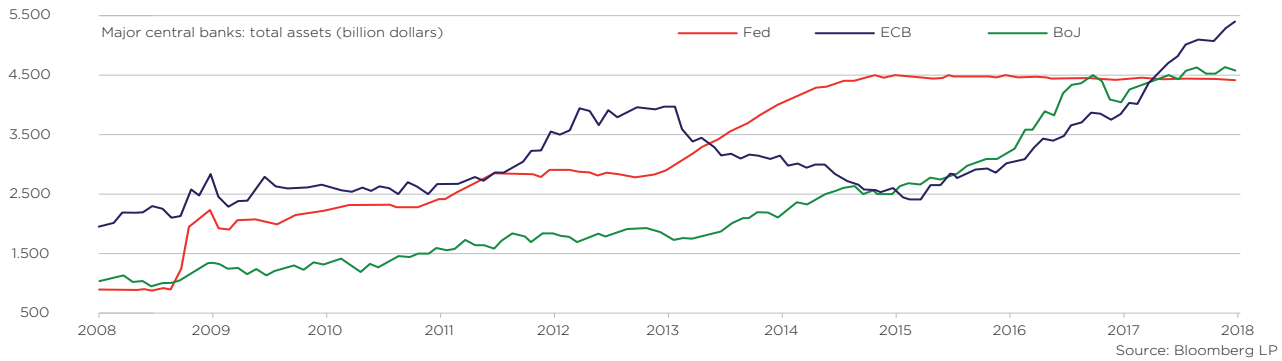
El mejor año de crecimiento económico global desde 2011

La economía global respondió a las expectativas optimistas para 2017, como consecuencia de la aceleración simultánea de todas las principales economías. Esta mejora cíclica sincronizada y relativamente sólida se tradujo en el mejor año de crecimiento económico global desde 2011, con Japón y la eurozona, que habían permanecido rezagados durante mucho tiempo, recuperando terreno. El crecimiento europeo fue toda una sorpresa y los datos más recientes muestran que se aceleró hasta el 2,6 % durante el tercer trimestre de 2017; por otra parte, este crecimiento se distribuyó mucho más uniformemente en la región de 19 países que en el pasado. Las economías emergentes y en desarrollo, lideradas por China e India, y también ayudadas por Brasil y Rusia, que salían de profundas recesiones, siguieron representando la mayor parte del crecimiento total del PIB global. La mejora de la actividad económica también se reflejó en un repunte del crecimiento del comercio mundial. La Organización Mundial del Comercio (OMC) calcula que el volumen comercial de mercancías en todo el mundo aumentó un 3,6 % en 2017, lo que representa una mejora significativa en comparación con el débil incremento del 1,3 % registrado en 2016. El crecimiento comercial más vigoroso se atribuyó a un resurgimiento de los flujos comerciales asiáticos a medida que se recuperaban los envíos intra-regionales y la demanda de importaciones en Norteamérica.

Los riesgos políticos bien definidos no se materializaron

Algunos expertos habían pronosticado que 2017 sería un año decisivo para Europa debido a un alto nivel de incertidumbre respecto de las elecciones y al auge del populismo. Resultó que estas preocupaciones se desvanecieron gradualmente a medida que las amenazas que representaban los partidos políticos populistas quedaron disipadas tras las victorias de los partidos proeuropeos en los Países Bajos y en Francia. El rápido ascenso al poder de Emmanuel Macron se consideró un hito decisivo para el futuro de Europa y el panorama político parece ser mucho más estable que antes. Como era de esperar, las negociaciones para alcanzar un acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido han sido arduas, pero el Brexit no ha afectado a la actividad económica en Europa. En EE. UU., la presidencia de Trump ha sido bastante polémica, como consecuencia de una comunicación poco convencional y, en ocasiones, tomas de posición basadas en la confrontación. Sin embargo, esto no ha impedido que el crecimiento económico de EE. UU. se acelere y que las cifras de confianza empresarial y de los consumidores sigan en máximos históricos o a niveles próximos.

Los activos totales de los bancos centrales alcanzarán su punto máximo en 2018



Source: Bloomberg LP

El volumen total de los balances de los tres principales bancos centrales (Fed, BCE y BdJ) siguió creciendo en 2017; los activos totales aumentaron hasta los 14,2 trillones de dólares a finales de noviembre y seguirán creciendo el próximo año, aunque a un ritmo menor. Después de que el valor de los tres balances de situación convergiese en 4,5 trillones de dólares en abril, ahora van camino de una divergencia. La Reserva Federal ha empezado a reducir su balance, el Banco de Japón mantendrá su programa de flexibilización cuantitativa al mismo ritmo y el BCE, por su parte, reducirá a la mitad el volumen de sus compras mensuales de activos.

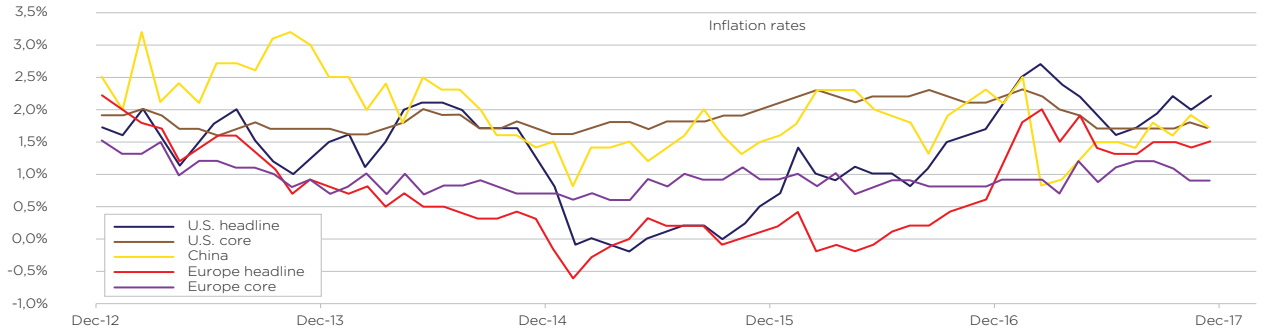
El BCE sigue recortando su programa de flexibilización cuantitativa...

El 26 de octubre, el máximo responsable del BCE, Mario Draghi, expuso el rumbo de la política monetaria de la entidad para 2018. El banco central reducirá el volumen de su programa de compra de bonos de 60 a 30 billones de euros al mes, a partir de enero, hasta septiembre de 2018. Draghi no detalló la composición de las compras reducidas, pero los mercados esperan que recorte las compras de bonos soberanos más que las de deuda corporativa. También dejó la puerta abierta a una prórroga del programa de flexibilización cuantitativa si fuese necesario y se comprometió a mantener los tipos a un nivel bajo después de la conclusión del programa; esto significa que es muy probable que los tipos no suban antes de 2019.

... mientras que la Reserva Federal inicia una restricción cuantitativa

En su reunión de Junio, la Reserva Federal (Fed) anunció que empezaría a reducir su balance de 4,5 trillones de dólares a partir de octubre de 2017, basándose en el supuesto de que la fortaleza de la economía estadounidense le permitiría soportar un menor grado de asistencia. En octubre, la Fed empezó a reducir sus tenencias de bonos del Estado y valores hipotecarios en 6 y 4 billones de dólares respectivamente; incrementará estos importes gradualmente hasta que alcancen 30 billones de dólares para valores del Tesoro y 20 billones de dólares para valores hipotecarios en octubre de 2018. Si todo se desarrolla según lo planeado, la mayor parte del ajuste se conseguirá en 2020 y el balance de la Fed se reducirá en 1,3 trillones de dólares hasta 3,2 trillones, aún muy por encima de su volumen anterior a la crisis, que ascendía a 900 billones de dólares. La cuestión principal es si este proceso de corrección tendrá el impacto tan mínimo en el mercado como lo espera la Fed. Aunque parece que muchos analistas no esperan que los rendimientos a largo plazo de los valores del Tesoro aumenten rápidamente, algunos han señalado la necesidad de que intervengan compradores sensibles al precio en sustitución de aquellos que no lo son, como los bancos centrales y los fondos soberanos. En caso contrario, existe el riesgo de que los rendimientos aumenten significativamente.

Baja inflación y tipos de interés a largo plazo



Source: Bloomberg LP

Las expectativas a principios del año de niveles de inflación más elevados y rendimientos de bonos al alza han demostrado ser infundadas. Aunque los rendimientos a largo plazo se incrementasen ligeramente en Europa, en Estados Unidos permanecerían sin cambios, y los valores del Tesoro a 10 años a finales de 2017 se situarían ligeramente por encima del 2,4 %. Las novedades en cuanto a la inflación también han sido desalentadoras, y el gráfico anterior muestra que las cifras de inflación global son más bajas que a principios del año en EE. UU., la eurozona y China. Las tendencias positivas observadas en 2016 en EE. UU. y en la eurozona no se confirmaron. Aunque se han descartado los riesgos de deflación, el hecho de que los niveles de inflación subyacente no hayan alcanzado los niveles fijados por los bancos centrales ha causado cierta perplejidad entre los responsables políticos. En términos interanuales, los precios al consumo en EE. UU. solo aumentaron un 1,7 % en noviembre, frente al 2,3 % en enero, mientras que la inflación subyacente en la eurozona se ha mantenido sin cambios durante el mismo periodo (0,9 %).

Un cambio en las políticas prioritarias de China

China ha resultado ser mucho menos preocupante para los inversores en comparación con el año anterior. Aunque un aterrizaje brusco en China sigue siendo poco probable a corto plazo, los desequilibrios de su economía con considerables, con niveles elevados de deuda y de déficit fiscal. El crecimiento de la deuda se ralentizó ligeramente en 2017, pero ahora ha superado el 250 % del PIB, según el Banco de Pagos Internacionales. El déficit fiscal también ha seguido aumentando; ha alcanzado el 12,6 % del PIB, según el Fondo Monetario Internacional, que tiene en cuenta no solo el endeudamiento provincial reconocido, sino también el endeudamiento de las empresas provinciales y estatales locales. En su Congreso Nacional del Partido de 2017, los políticos de China anunciaron que abandonarían la búsqueda de la expansión a toda costa, centrándose en cambio en un crecimiento de mayor calidad y en la reducción del riesgo financiero. Aunque este reequilibrio sería beneficioso a largo plazo, el anuncio de datos económicos más débiles por parte de China podría ser una fuente de volatilidad en el mercado a corto plazo.

CONCLUSIONES

Las principales conclusiones que podemos extraer de los acontecimientos económicos y políticos en 2017 son que la economía mundial está disfrutando de un notable periodo de crecimiento sincronizado, pero que la falta de inflación sigue siendo un misterio para la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. También parecería que los mercados financieros están menos preocupados por los riesgos políticos que hace un año.

Un entorno macroeconómico propicio y reducción de riesgos políticos

En esta etapa del ciclo económico global, las perspectivas son prometedoras. Todas las regiones se están beneficiando de tendencias de crecimiento positivas y los datos más recientes indican la continuación de una actividad económica intensa. El panorama político en Europa ha mejorado, aunque el populismo sigue siendo una amenaza y varios países se enfrentan a las presiones de movimientos a favor de la independencia.

El reto para los bancos centrales de llevar a cabo con éxito la transición de sus políticas monetarias

2018 marcará el inicio real de la transición hacia una normalización de las políticas monetarias. La Reserva Federal empezará en la práctica a deshacerse de algunas de sus participaciones y esperará que su extensa comunicación asegure que sus medidas se desarrollen sin contratiempos. El Banco Central Europeo mantiene su postura expansionista, pero probablemente necesite prepararse para el final de su programa de flexibilización cuantitativa, especialmente si se considera la buena salud de su economía y los menores riesgos políticos.

La baja inflación sigue siendo un problema grave para los políticos

La ausencia de inflación es otro tema de preocupación para la Fed y el BCE. En un contexto de fuerte crecimiento económico y mercados laborales más reducidos, sus modelos parecen ser incapaces de explicar los actuales niveles bajos de inflación y de expectativas de inflación. Sin embargo, existe un riesgo nada despreciable de que la inflación pueda acelerarse repentinamente, en particular en EE. UU., y esto podría afectar significativamente al rumbo previsto de la política monetaria de la Fed.

China dirige su economía hacia un crecimiento de mayor calidad

Debido al peso de la economía china, cualquier cambio en sus principales políticas debe observarse de cerca. Tras el XIX Congreso Nacional del Partido Comunista, Xi Jinping ha consolidado su poder e incluido una nueva ideología rectora en la constitución del partido. El cambio en la política macroeconómica hacia una reducción de los niveles de deuda y el establecimiento como objetivo de un crecimiento de mayor calidad deberían evidentemente ralentizar el ritmo de crecimiento, a riesgo de aumentar la volatilidad en el mercado.

2017: LOS MERCADOS FINANCIEROS

2017 será recordado con especial afecto por los inversores, ya que resultó ser el año más tranquilo para los mercados de capitales desde la crisis financiera. La volatilidad fue reducida en todas las clases de activos y los riesgos bien definidos, representados fundamentalmente por elecciones clave en Europa, no se materializaron. La rentabilidad global de la renta variable fue impresionante, siendo los mercados emergentes el protagonista regional y la tecnología el sector más destacado. Las transacciones concertadas de comienzos del año, tales como mantener posiciones largas en dólares y energía y cortas en valores del Tesoro de EE. UU., no funcionaron. El año pasado, el sector de los fondos alternativos (hedge funds) también respiró con alivio al constatar que la rentabilidad global aumentó y los flujos netos fueron positivos tras un prolongado periodo de salidas.

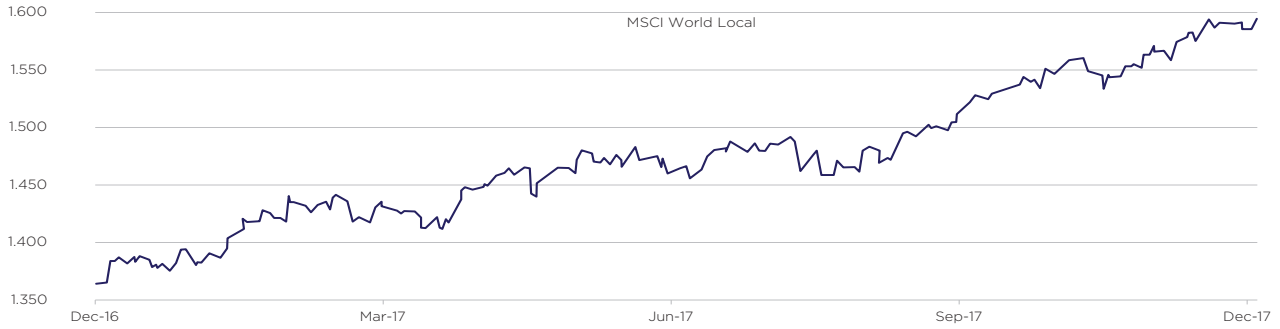
Rentabilidad en 2017

	Cierre 2016	Cierre 2017	Rentabilidad 2017
RENTA VARIABLE			
S&P 500	2238.8	2673.6	+19.4%
Euro Stoxx 50	3290.5	3504.0	+ 6.5%
MSCI EM	862.3	1158.5	+ 34.4%
RENDIMIENTOS			
UST 10 años	2.45%	2.41%	- 4bps
Bund 10 años	0.20%	0.42%	+ 22bps
UE BBB	1.30%	1.44%	+ 14bps
DIVISAS			
EUR/USD	1.052	1.201	+ 14.2%
USD/CHF	1.019	0.974	- 4.4%
GBP/USD	1.234	1.351	+ 9.5%
USD/JPY	117.0	112.7	- 3.7%
EUR/CHF	1.072	1.170	+ 9.1%
MATERIAS PRIMAS			
Índice CRB	192.5	193.9	+ 0.7%
Petróleo, WTI	$ 53.7	$ 60.4	+ 12.5%
Oro	$ 1152	$ 1303	+ 13.1%

RENTA VARIABLE

Los mercados globales de renta variable registraron rentabilidades positivas, impulsadas fundamentalmente por el sólido crecimiento de beneficios. En comparación con años anteriores, los analistas no rebajaron sus previsiones de beneficios de principios de año, mientras que los economistas mejoraron sus previsiones de crecimiento para la mayoría de las zonas económicas. El fuerte crecimiento económico y empresarial, la baja inflación y la postura acomodaticia de los bancos centrales proporcionaron el marco perfecto para la renta variable, especialmente con la desaparición gradual de los riesgos políticos. La renta variable de los mercados emergentes registró mejor rendimiento que la de los mercados de los países desarrollados, mientras que la renta variable estadounidense y japonesa obtuvo mejor rendimiento que la europea y la británica, con la apreciación de las divisas de estas regiones actuando como factor adverso. Por lo que respecta al estilo de inversión, las acciones de las empresas de crecimiento obtuvieron mejor rendimiento que las de las empresas de valor, mientras que la tecnología, y los semiconductores en particular, fue el sector más destacado.

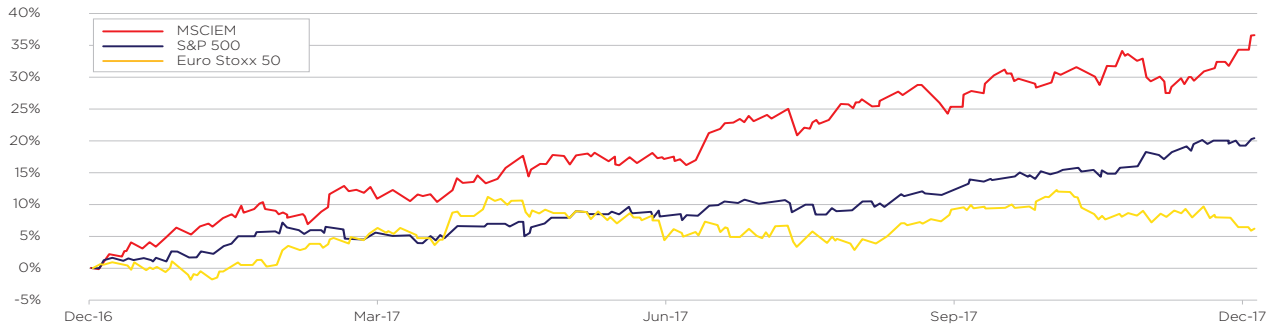
MSCI World Local



Source: Bloomberg LP

Como se muestra en el gráfico anterior, los mercados globales de renta variable acaban de experimentar un año muy tranquilo. La renta variable subió de modo sistemático mientras la volatilidad permanecía próxima a los mínimos históricos. Las caídas en los precios de la renta variable fueron muy reducidas y el MSCI World Index, en divisas locales, solo registró dos meses de rentabilidades negativas, y, con todo, sumamente moderadas. Los mercados se mostraron desfavorables al riesgo accionista, pero solo por poco tiempo, debido a los repetidos enfrentamientos entre Estados Unidos y Corea del Norte, así como a los problemas políticos internos en EE. UU. En comparación con el comportamiento de los mercados el año anterior, las elecciones generales celebradas en Europa durante 2017 no estuvieron precedidas de ventas, reflejando el alto nivel de confianza de los inversores. Los mercados de renta variable de EE. UU. establecieron un número récord sin precedentes de nuevos máximos impulsados por la rentabilidad de las empresas y, en menor medida, por la previsión del impacto positivo de la reforma fiscal en los beneficios.

S&P 500 – MSCI Emerging Markets – Euro Stoxx 50



Source: Bloomberg LP

El gráfico anterior muestra que los mercados de renta variable europeos volvieron a obtener resultados inferiores, en términos de divisa local. A pesar de los resultados de las elecciones europeas, que fueron favorables al mercado, la renta variable de la región fue a la zaga, debido en parte a la mayor fortaleza del euro, y debido asimismo a la escasez de las principales empresas de crecimiento del mundo en Europa en comparación con EE. UU. y Asia. La recuperación de la renta variable en los mercados emergentes se aceleró en 2017, impulsada por sólidos beneficios, un dólar estadounidense más débil y bajos rendimientos de los bonos.

MATERIAS PRIMAS

CRB Index y WTI petróleo

Source: Bloomberg LP

El desempeño de los índices globales de materias primas fue ligeramente positivo en 2017, observándose una dispersión significativa de rentabilidades en las diferentes materias primas subyacentes. En un entorno de depreciación del dólar, que tradicionalmente ha sido un estímulo para los precios de las materias primas, y de fuerte demanda económica global, podría haberse esperado una tendencia más sólida de los activos "reales".

Tras un comienzo de año débil, los precios del petróleo aumentaron, puesto que la estrategia introducida por los productores de petróleo de la OPEP y otros países no miembros de la OPEP a finales de 2016 por fin está dando fruto. El equilibrio global entre la oferta y la demanda ha mejorado significativamente, lo que queda reflejado en la disminución de los inventarios. Después de que los precios cayesen inicialmente un 21 % hasta un nivel mínimo en 2017 de 42,50 dólares por barril WTI, cerraron el año a 60,4 dólares, un incremento anual del 12,5 %.

Oro

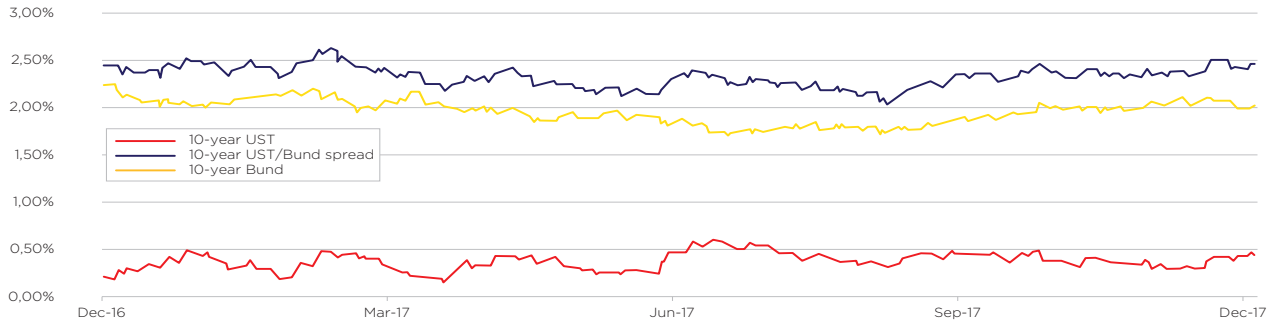
Source: Bloomberg LP

De modo similar al año anterior, el oro fue uno de los activos más rentables en 2017 hasta que su precio alcanzó su nivel máximo en septiembre. El crecimiento global sincronizado y las perspectivas de tipos de interés más altos en EE. UU. empezaron a reducir el atractivo del oro, una materia prima que no genera intereses, mientras que las tensiones geopolíticas no fueron capaces de sustentar este activo refugio. Sin embargo, el oro cerró el año con buen pie, debido en gran medida a la renovada debilidad del dólar.

INSTRUMENTOS DE DEUDA

En 2017, los mercados de deuda soberana del G-7 siguieron comportándose de manera un tanto inesperada, teniendo en cuenta el entorno económico positivo. Los rendimientos a largo plazo no variaron demasiado, mientras que la transición de los bancos centrales hacia una "normalización" de sus políticas monetarias sin precedentes sigue siendo muy gradual y lenta. Esta paradoja de los rendimientos a largo plazo queda bien ilustrada por el muy debatido aplanamiento de la curva de rendimientos en EE. UU. a pesar de la trayectoria de subidas de la Reserva Federal. Esto se debe muy probablemente a las expectativas de baja inflación y también al impacto de las todavía extremadamente flexibles políticas del Banco Central Europeo y del Banco de Japón.

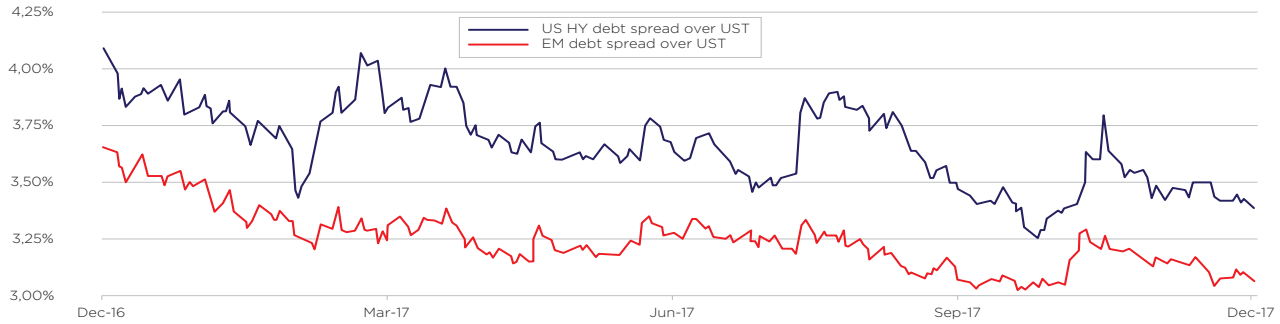
Rendimientos y spreads de los bonos del Estado de EE. UU. y Alemania a 10 años



Source: Bloomberg LP

El spread de rendimiento entre la deuda soberana estadounidense y alemana a 10 años se redujo significativamente durante el primer semestre del año del 2,3 % al 1,7 % debido a los mayores rendimientos del Bund y los menores rendimientos de los títulos del Tesoro. Desde entonces, el spread se ha ido ensanchando sistemáticamente a medida que el tono conciliador del BCE ha llevado a los rendimientos del Bund a niveles más bajos mientras que los rendimientos de los títulos del Tesoro a largo plazo parecen por fin reflejar la normalización de la política monetaria de la Fed y las perspectivas de un crecimiento sostenible.

Spreads de la deuda de mercados emergentes y de los bonos de alto rendimiento de EE. UU.



Source: Bloomberg LP

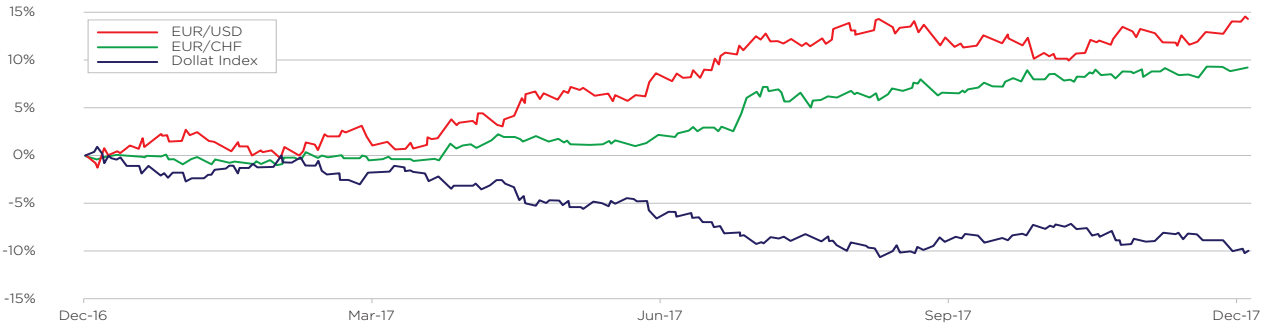
El año pasado se pudo constatar la continuación de la recuperación de la deuda y el crédito de los mercados emergentes. El spread de los rendimientos de la deuda de los mercados emergentes en relación con los rendimientos de los títulos del Tesoro de EE. UU. (JPMorgan EMBI Global Spread Index) se estrechó de modo sistemático en 2017 para finalizar 54bps por debajo en el 3,1 %. Los mercados de bonos de alto rendimiento también tuvieron un buen desempeño, con tan solo muy breves períodos de ensanchamiento de los spreads. Los principales impulsores de esta tendencia fueron la relativa tranquilidad de los mercados de deuda soberana y la permanente búsqueda de rendimiento de los inversores.

Desempeño del mercado de instrumentos de deuda en 2017 (USD)

World Government Bond Index	+ 7.5%
US Credit AAA	+ 4.3%
US Credit BBB/BB	+ 8.8%
Global Emerging Market Sovereign	+ 9.8%
US High Yield	+ 7.1%

DIVISAS

En contra de la mayoría de las expectativas del mercado, el dólar perdió terreno frente a todas las demás principales divisas. Tras la euforia desatada por la victoria de Trump, se consideró que el dólar se beneficiaría de las reformas de la política interna, de un mayor crecimiento de EE. UU. y de la divergencia de las políticas monetarias. Esto se reflejó en un posicionamiento del mercado extremadamente alcista a comienzos del año que se fue relajando gradualmente, en gran medida a favor del euro. Desde un punto de vista regional, las divisas de Europa Oriental fueron las que registraron mejor rendimiento, mientras que la lira turca se caracterizó por una extrema debilidad. La libra esterlina recuperó parte de sus pérdidas de 2016 frente al dólar y el Banco de Inglaterra se vio obligado a subir su tipo de interés básico en noviembre para contrarrestar la alta inflación. Por último, el Banco Nacional Suizo se habrá sentido aliviado al observar la caída del franco frente al euro; la paridad EUR/CHF subió más de un 9 % mientras se acercaba a 1,20, el tradicional límite defendido por el banco central hasta mediados de enero de 2015.



Source: Bloomberg LP

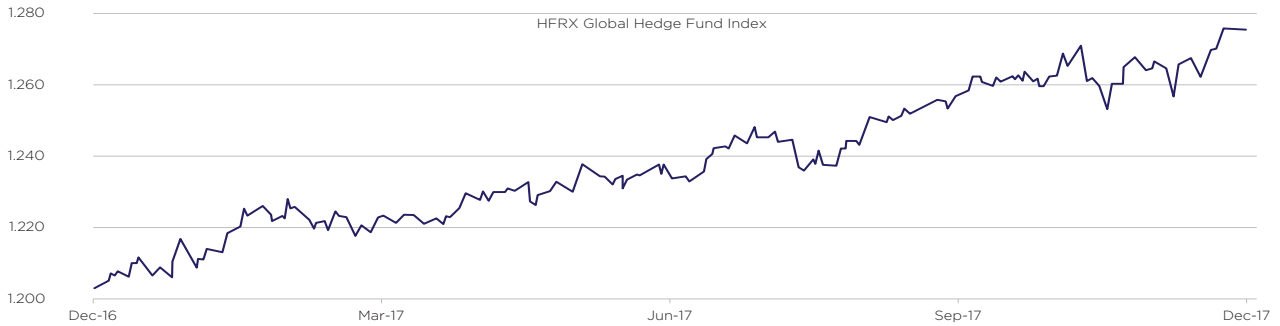
El movimiento más significativo en cambio de divisas observado en 2017 fue la apreciación del euro. Los mercados no estaban posicionados para un escenario en el que se descartaban los riesgos políticos y en el que las expectativas de actividad económica se mejoraban sistemáticamente en base a datos macroeconómicos sólidos. La "vuelta a la normalidad" en la eurozona quedó bien reflejada por la fortaleza de la divisa común, que se apreció alrededor del 14 % frente al dólar estadounidense hasta finalizar 2017 con una paridad de 1,20.

FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)

2017 fue un año mucho mejor para los fondos alternativos, ya que registraron sus mayores rentabilidades desde 2013, aunque los cierres de fondos siguieron superando la actividad de lanzamiento por segundo año consecutivo. "Renta variable long/short", "Multiestrategia" y "Mercados emergentes" figuraron entre las estrategias con mejores resultados, mientras que "Renta variable sesgo corto (bias short)" registró el peor resultado, como no es de extrañar. El índice HFRX Global Hedge Fund Index registró un rendimiento positivo del 6 % en 2017, con aportaciones positivas de la mayoría de las estrategias subyacentes.

La mejoría del sector de los fondos alternativos en 2017 quedó reflejada en flujos netos positivos. Según Preqin, los fondos alternativos se habrían beneficiado de 44 billones de dólares en entradas a finales de septiembre. El renovado interés de los inversores, combinado con los mejores resultados, ha permitido incrementar los activos totales del sector en casi un 7 % en 2017 hasta alcanzar la cifra récord de 3,4 trillones de USD.

HFRX Global Hedge Fund Index



Source: Bloomberg LP

Rendimientos de las estrategias de los fondos alternativos (hedge funds) en 2017 (*finales de noviembre)

HFRX Global Hedge Fund Index	+ 6.0%
HFRX RV FI Convertible Arbitrage Index	+ 6.8%
HFRX Multi-Emerging Markets Index	+ 5.1%*
HFRX RV FI Corporate Index	+ 5.8%*
HFRX Equity Hedge Index	+ 7.9%*
HFRX Macro Multi-Strategy Index	+ 3.7%*
HFRX Event Driven Index	+ 5.0%*
HFRX Equity Hedge Short Bias Index	- 10.2%*
HFRX Macro Systematic Diversified CTA Index	+ 4.9%*

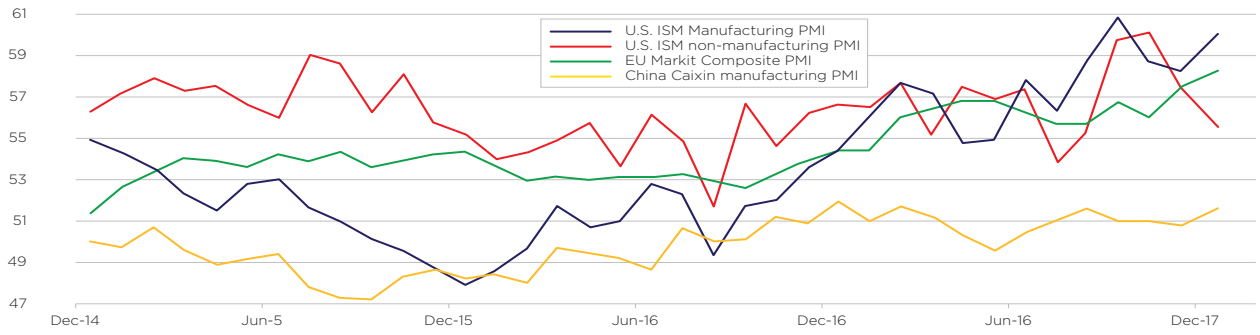
2018: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

El crecimiento global podría muy bien alcanzar sus niveles máximos en 2018

Se espera que la actividad económica global se siga expandiendo el año próximo, pero 2018 también podría ser el año en que los niveles de crecimiento global alcancen un nivel máximo. La característica principal de la economía mundial en estos momentos es que la recuperación es generalizada y ha estado impulsada por una reactivación del comercio, la inversión y la confianza de los consumidores. En base a los datos y proyecciones actuales, los riesgos de una recesión este año parecen ser extremadamente bajos, pero la economía se acerca a su capacidad máxima y la reactivación continuada podría perder algo de impulso. Aunque la desaceleración económica ha disminuido y los mercados laborales se han reducido, existen pocos indicios de una inflación de precios subyacente en EE. UU. y en la eurozona. Este es el único factor restante que impide que la Fed y el BCE adopten una postura más dura.

Tras muchos años de reducciones persistentes de las previsiones de consenso acerca del PIB, en 2017 se han producido las primeras mejoras desde la crisis financiera, siendo las de las economías avanzadas especialmente sólidas. Para 2018, tanto la OCDE como el FMI prevén que el crecimiento global alcance el 3,7 %, en comparación con el 3,6 % registrado en 2017. Después, la OCDE espera que el crecimiento global retroceda hasta el 3,6 % en 2019. Desde un punto de vista regional, el crecimiento en la UE y en EE. UU. debería mantener su pujanza, mientras que la economía de China podría ralentizarse un tanto a medida que la política monetaria y fiscal es menos favorable.

Indicadores avanzados: índices de gestores de compras (PMI)



Source: Bloomberg LP

Los índices de gestores de compras de EE. UU. y de la eurozona han crecido con fuerza en 2017. En cambio, el índice de fabricación de China apenas ha experimentado cambios, reflejando una estabilización del crecimiento económico. Tras un primer semestre moderado, la actividad en EE. UU. se ha recuperado. El índice de fabricación se acerca a un máximo de 13 años y se sitúa a un nivel que, históricamente, ha estado en consonancia con un crecimiento del PIB del 4 %. El PMI compuesto de la eurozona cerró el año en 58,1, su nivel más alto desde febrero de 2011, lo que significa que el crecimiento del PIB se habría acelerado durante el cuarto trimestre. Se espera que este dinamismo pierda algo de fuerza en 2018, pero el nivel de actividad general debería permanecer por encima de su potencial a largo plazo.

Políticas fiscales

La política monetaria global seguirá siendo expansionista en 2018. Sin embargo, la transición hacia una política menos acomodaticia cobrará mayor importancia, especialmente si el BCE anuncia el final de su programa de flexibilización cuantitativa. En cambio, la política fiscal será más expansionista en las economías avanzadas de varios mercados claves. Sin embargo, muchos de los países que introduzcan una política fiscal más expansionista, incluidos EE. UU., Japón y Alemania, ya gozan de pleno empleo o se encuentran cerca de conseguirlo. Es probable que esto se traduzca en que el estímulo fiscal solo tenga un efecto limitado sobre la demanda agregada, si bien el impacto en los balances presupuestarios será más significativo.

La reciente reforma del código fiscal de EE. UU. dará como resultado recortes fiscales permanentes para las empresas, además de recortes para particulares y familias, que irán desapareciendo gradualmente. Esta reforma fiscal tendrá un efecto positivo en la actividad económica, pero su magnitud ha sido objeto de gran debate, y la Fed tan solo prevé un impacto moderado en el crecimiento. En Japón, el gobierno del Primer Ministro Abe ha anunciado que su gasto presupuestario ascenderá en total a 860 billones de dólares en 2018, el mayor importe de la historia, en un intento por mantener una recuperación sostenida de la economía. Por último, también se espera que la orientación fiscal en la eurozona sea ligeramente expansionista, con una combinación de reducciones de impuestos y mayor gasto.

El riesgo de un recalentamiento de la economía de EE. UU.

La economía de EE. UU. parece gozar de buena salud, con una aceleración intertrimestral del crecimiento del PIB del 3,3 % en el tercer trimestre. Desde el año 1970, la tasa de desempleo rara vez se ha situado por debajo del nivel actual del 4,1 %; en esta etapa del ciclo económico, cabría esperar que las mejoras introducidas en el mercado laboral empiecen a perder fuerza, pero este no ha sido el caso. Asimismo, la inversión empresarial ha cobrado fuerza y los niveles de confianza de las familias y las empresas se encuentran en máximos históricos o próximos a los mismos. A pesar de que la Fed ha subido su tipo de referencia cinco veces desde diciembre de 2015, las condiciones financieras en realidad se han relajado en EE. UU. como consecuencia de un dólar más débil, bajos rendimientos de los bonos a largo plazo y ganancias patrimoniales resultantes de la expansión de los mercados bursátiles y los precios más altos de la vivienda.

Todos estos elementos plantean un problema para la Reserva Federal, debido especialmente a que los recortes fiscales aprobados recientemente deberían seguir estimulando la economía. La perspectiva del ambicioso plan de infraestructuras de Trump, por valor de 1 trillón de dólares, también aumentaría sin duda alguna el riesgo de recalentamiento. Sin embargo, en el escenario de recalentamiento falta un elemento esencial: la inflación. Si se excluyen los alimentos y la energía, los precios en noviembre solo eran un 1,7 % más altos que un año antes, mientras que los salarios solo están subiendo alrededor de un 2,5 % en general, no más rápido que hace dos años. Cualquier aceleración de estas tendencias podría obligar a la Fed a acelerar las subidas de tipos y, a medida que la economía de EE. UU. se acerca a su plena capacidad, el margen de error es ciertamente muy limitado.

Conclusiones

Caben pocas dudas de que la economía global goza de muy buena salud. No obstante, desde el punto de vista actual, es más probable que los riesgos presenten un sesgo a la baja; el actual ritmo de crecimiento global podría alcanzar sus límites el próximo año, el riesgo de recalentamiento en EE. UU. podría provocar un endurecimiento más abrupto por parte de la Reserva Federal, mientras que la política monetaria del BCE ofrecerá un menor apoyo. Asimismo, los niveles de actividad en China podrían moderarse mediante políticas menos favorables al crecimiento.

Se mantendrá la tendencia de impulso económico

Se espera que el crecimiento sincronizado observado en la economía global se mantenga en 2018. Todas las áreas económicas clave disfrutan de sólidos niveles de crecimiento y los últimos PMI han destacado la fortaleza de la reactivación global, con Europa y Estados Unidos creciendo a niveles superiores a su potencial a largo plazo. Asimismo, la probabilidad de que se produzca una recesión es muy remota. No obstante, el ritmo de la expansión global podría moderarse a la larga, a medida que algunas economías clave se acercan a su plena capacidad y los factores monetarios y fiscales que sustentan el crecimiento pierden fuerza gradualmente.

Los altos niveles de deuda siguen siendo una amenaza

Uno de los principales riesgos este año es la constatación de que la liquidez global empezará de hecho a contraerse a medida que los principales bancos centrales abandonan gradualmente sus políticas monetarias extremadamente acomodaticias. Los niveles de deuda pública han aumentado significativamente desde la gran crisis financiera, especialmente en las economías avanzadas, en las que el ratio deuda-PIB ha aumentado hasta el 115 % desde el 86 % registrado en 2007. Incluso en el entorno actual de tipos de interés bajos, una serie de países de la eurozona siguen teniendo que hacer frente a tipos de interés sobre su deuda pública que superan sus tasas de crecimiento. Este es uno de los motivos por los que el BCE es muy consciente de la necesidad de andar con pies de plomo. Cualquier aumento significativo de los rendimientos de los bonos incrementaría el coste del servicio de la deuda y traería de vuelta las preocupaciones acerca de la sostenibilidad de la deuda.

Los riesgos políticos se han reducido, pero no han desaparecido

En un entorno de riesgos económicos bajos, las principales amenazas para la economía global parecen ser un error en la política monetaria, acontecimientos geopolíticos negativos y, en menor medida, riesgos políticos. La menor influencia de EE. UU. en el mundo, las tensiones continuadas en Corea del Norte y Oriente Medio, así como un deterioro en la política comercial de EE. UU., son algunos de los asuntos más preocupantes. En Europa, los riesgos políticos han disminuido, pero las elecciones generales italianas que se celebrarán en marzo representan la próxima prueba de fuego para la Unión Europea. Asimismo, Europa necesita que Alemania cuente con un gobierno estable, por lo que las negociaciones para formar una coalición entre el partido de Angela Merkel y los Socialdemócratas se seguirán de cerca.

2018: PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las condiciones favorables para los activos de riesgo están alcanzando su punto máximo

Las condiciones para una continuación de la recuperación de la renta variable parecen ser factibles debido a unas perspectivas económicas positivas y al razonable crecimiento de los beneficios. Sin embargo, un crecimiento económico global sólido no es una condición suficiente para que la renta variable siga creciendo, ya que el nivel de sus precios y la rentabilidad de las empresas también son importantes. Mantenemos una postura positiva respecto de la clase de activos de renta variable, pero sostenemos que deberá enfrentarse a más factores adversos. La relación entre crecimiento e inflación también podría empezar a deteriorarse, y 2018 marcará el nivel máximo de activos en los balances de los bancos centrales.

El verdadero reto empieza para la Reserva Federal

La transición hacia una normalización de las políticas monetarias se inició en 2016 y seguirá siendo un proceso lento y gradual. El mayor reto para todos los principales bancos centrales es desenganchar los mercados financieros de una liquidez sin precedentes sin desencadenar un aumento demasiado rápido de los rendimientos de los bonos, a riesgo de dañar las valoraciones de todos los activos. La deuda pública y empresarial se encuentran en máximos históricos y la Reserva Federal ha empezado a recortar la cantidad de bonos que mantiene. La retirada de la Fed, un comprador clave no sensible al precio, significa que el impacto de sus medidas deberá monitorizarse de cerca. La cuestión principal es cómo y qué compradores sensibles al precio ocuparán su lugar.

PERSPECTIVAS DE INSTRUMENTOS DE DEUDA

Las valoraciones de los bonos públicos del G-7 son poco atractivas

Los rendimientos de los bonos del G-7 no han evolucionado según habíamos esperado. Se han mantenido a niveles muy bajos, teniendo en cuenta el entorno económico. No esperamos que esta situación se prolongue durante mucho tiempo y, teniendo en cuenta las expectativas atenuadas respecto de la inflación y el inminente endurecimiento de la política monetaria global, pensamos que los rendimientos aumentarán gradualmente. Las valoraciones no son atractivas en toda la clase de activos, de ahí nuestra decisión de vender exposiciones de alto rendimiento.

Los mercados podrían haber adoptado una postura demasiado relajada respecto de la restricción cuantitativa

En comparación con los años anteriores, la Reserva Federal consiguió igualar sus proyecciones de subidas de 2017 aumentando su tasa de interés básica tres veces, hasta un rango de 1,25 % - 1,50 %. La Fed espera volver a subir los tipos tres veces en 2018 y las expectativas de los mercados no son demasiado divergentes. Un repunte de la inflación podría desbaratar este escenario, especialmente debido a que el FOMC parece haber adoptado una postura algo más dura tras los nombramientos de varios nuevos miembros. Los mercados también monitorizarán de cerca la comunicación del BCE según se acerca el final de la flexibilización cuantitativa y se prepara para las probables subidas de tipos en 2019.

Los spreads ajustados dejan a los mercados de crédito en una situación de vulnerabilidad

Los mercados de crédito volvieron a comportarse satisfactoriamente en 2017 gracias a la relativa tranquilidad observada en los mercados de deuda soberana. La clase de activos también se ha visto favorecida por un entorno de fuerte crecimiento sin inflación y con abundante liquidez. Esta situación podría empezar a cambiar y, aunque los fundamentos siguen pareciendo sólidos, los spreads crediticios muy ajustados no ofrecen demasiada protección contra las subidas de los tipos de interés y un menor grado de apoyo de las compras de activos por parte de los bancos centrales.

PERSPECTIVAS DE RENTA VARIABLE

Perspectivas más moderadas para la renta variable

Los mercados globales de renta variable acaban de disfrutar de otro año excepcional, pero no podemos esperar de manera realista que su desempeño sea el mismo en 2018. En el aspecto positivo, las tendencias económicas son favorables, las valoraciones en relación con otras clases de activos no son excesivas y los riesgos de una recesión durante los próximos doce meses son bajos. Por otra parte, es probable que se desacelere el crecimiento global de los beneficios, existe poco margen para una recalificación del ratio precio-beneficio y la retirada de liquidez plantea un riesgo, ya que el aumento de los rendimientos de los bonos afectaría negativamente a las valoraciones de la renta variable, así como al coste de los pagos de intereses de las empresas. Los niveles muy bajos de volatilidad también deberían normalmente aumentar, a riesgo de desencadenar salidas de inversiones pasivas y provocar asignaciones de renta variable más bajas en estrategias cuantitativas, como el riesgo de paridad o CTA.

Es poco probable que las valoraciones de la renta variable se desplomen

En términos absolutos, las valoraciones de la renta variable son elevadas, especialmente en EE. UU. Sin embargo, en relación con las condiciones macroeconómicas y las otras clases de activos, las valoraciones de la renta variable suponen una prima de riesgo de renta variable (ERP) superior a la media. Por tanto, no esperamos que las valoraciones sufran presiones, sino que la brecha del ERP se cierre debido a los mayores rendimientos de los bonos.

Aprovechar correcciones del mercado que podrían ser de mayor calado

Esperamos que los mercados de renta variable pierdan parte de su tranquilidad en 2018 con mayores niveles de volatilidad y correcciones de mayor calado. Intentaríamos aprovechar tales periodos de tensión del mercado incrementando nuestra exposición a la renta variable y marcando como objetivo plusvalías relativamente a corto plazo.

INVERSIONES ALTERNATIVAS

Los fondos alternativos (hedge funds) han obtenido mejores resultados

A comienzos de 2017, el sector de los fondos alternativos se vio sometido a intensas presiones debido a un periodo prolongado de resultados decepcionantes. El pasado año se puede considerar muy positivo para los fondos alternativos en vista de unos resultados mucho mejores y también debido a entradas netas tras cinco trimestres consecutivos de salidas entre el cuarto trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de 2016.

Las políticas monetarias más restrictivas podrían beneficiar a los fondos alternativos

En comparación con los activos tradicionales, y los activos de renta fija en particular, los fondos alternativos deberían encontrarse en mejores condiciones para adaptarse a una política monetaria más restrictiva. La probabilidad de perturbaciones mayores y más frecuentes en el mercado debería de ofrecer oportunidades. Asimismo, la menor correlación entre y en las clases de activos ha sido beneficiosa históricamente para la gestión activa; los gestores de fondos alternativos pueden potencialmente diversificar más eficazmente y también asumir más riesgo cuando proceda.

El papel importante de los fondos alternativos en las carteras

La transición hacia una normalización gradual de las políticas monetarias posteriores a la crisis podría presentar más factores adversos para los fondos tradicionales que únicamente mantienen posiciones largas y la amplia gama de estrategias de fondos alternativos permitirá crear carteras más resistentes.

PERSPECTIVAS DEL ORO

Un entorno difícil para el oro

Tras su sólido desempeño hasta finales del verano, el oro perdió impulso debido a la débil demanda de activos refugio, los tipos de interés reales en aumento, la estabilización del dólar y la menor demanda física. A corto plazo no esperamos que la tendencia actual del oro cambie significativamente; las expectativas en relación con el ciclo de subidas de tipos de la Reserva Federal están sólidamente ancladas y las tensiones geopolíticas han disminuido.

El papel diversificador del oro

Las perspectivas a corto plazo poco atractivas para los precios del oro no implican que el oro no sea un activo seguro y una protección frente a los riesgos más extremos. Siempre hay escollos en el camino que podrían moderar el actual optimismo respecto de los activos de riesgo y aumentar los precios del oro, incluidos conflictos geopolíticos en Oriente Medio o Corea del Norte, así como acontecimientos totalmente imprevisibles.

PERSPECTIVAS DE LAS DIVISAS

Es poco probable que el dólar estadounidense ofrezca mayor rendimiento

A pesar de la reforma del código fiscal de EE. UU., el ensanchamiento del diferencial de tipos de interés y el rumbo bien definido de la futura política monetaria de la Fed, el dólar estadounidense no está cobrando mayor impulso. Parece que gran parte de las buenas noticias ya están descontadas y que los déficits fiscal y por cuenta corriente de EE.UU. siguen afectando a la divisa; el dólar también tiende a debilitarse durante períodos de crecimiento global vigoroso. Estas perspectivas podrían verse anuladas por un aumento imprevisto de la inflación y la subsiguiente aceleración de las restricciones de la Fed y rendimientos mucho más altos de los valores del Tesoro.

El euro tiene una base sólida

Esperamos que el euro mantenga su solidez a medida que se beneficia de las mejoras de las expectativas de crecimiento de la eurozona, de dinámicas de flujo favorables y de la confianza en la capacidad del BCE para gestionar los riesgos políticos. Durante el segundo semestre, el euro también debería beneficiarse de las crecientes expectativas de que el BCE anunciará el final de su programa de compra de activos. Un punto de vista general común positivo respecto de la moneda única, reflejado por un posicionamiento muy alcista del mercado respecto del EUR, representa uno de los principales factores adversos.

Pocos motivos para sentirse optimista respecto del franco suizo

La confianza recobrada en la economía europea se ha visto reflejada en la depreciación del franco suizo. El valor del franco también se ha visto afectado por la baja demanda de activos seguros en vista del fuerte crecimiento global. Esperamos que el franco suizo siga perdiendo gradualmente algo de terreno frente al euro y que se alcance una paridad de 1,20 francos por euro. En vista de una transición hacia la normalización de las políticas monetarias por parte de los bancos centrales clave, este nivel podría llevar al Banco Nacional Suizo a considerar asimismo la posibilidad de empezar a reducir su balance.

2018: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

INSTRUMENTOS DE DEUDA

Nuestra asignación a la clase de activos de renta fija sigue siendo infraponderada

Nuestra asignación a instrumentos de deuda está infraponderada puesto que esperamos que los rendimientos de los bonos aumenten gradualmente, en un contexto de normalización de la política monetaria y de sólido crecimiento global. Nuestra exposición a bonos con grado de inversión está muy infraponderada, ya que preferimos limitar el riesgo de duración y consideramos que los spreads de crédito estrechos ofrecen poca protección. Hemos abandonado posiciones en bonos de alto rendimiento puros tras una recuperación excepcional, pero seguimos expuestos a préstamos de bancos europeos.

Preferimos estrategias de renta fija sin restricciones y bonos convertibles

Nuestra asignación a lo que denominamos "bonos especializados" se encuentra cerca del máximo del rango. Las principales posiciones en esta parte de las carteras son bonos convertibles y fondos de bonos sin restricción. Estos fondos están posicionados actualmente de manera defensiva, con una exposición muy limitada a la deuda de los mercados emergentes y a los bonos de alto rendimiento, y un riesgo de duración bajo. De cara al futuro, esperamos que empiece a aumentar la volatilidad y esto debería beneficiar a los bonos convertibles debido a la opcionalidad integrada de la clase de activos y a sus cualidades defensivas.

RENTA VARIABLE

Una asignación sobreponderada más moderada en renta variable

Nuestra exposición sobreponderada a la clase activos de renta variable se redujo en noviembre, cuando ajustamos algunas de las posiciones que habían presentado mejor rendimiento. Aunque la renta variable sigue siendo nuestra clase de activos favorita, pensamos que 2018 será un año más difícil que precisará un enfoque más táctico. Por tanto, actualmente mantenemos más efectivo que tenemos intención de emplear en caso de que los mercados de renta variable inicien el nuevo año con un tono débil.

Mantenemos una exposición bien equilibrada a la renta variable

No mantenemos un fuerte sesgo en términos de asignación regional y estamos expuestos en todas las regiones principales. La renta variable europea se beneficia de valoraciones más baratas que la renta variable de EE. UU. pero su impulso en cuanto a beneficios se ha vuelto un tanto negativo debido a la apreciación del euro. Las perspectivas para la renta variable de los mercados emergentes son positivas pero ahora ofrecen un menor descuento en relación con los mercados desarrollados que hace un año.

Seguimos atraídos por la renta variable japonesa

Seguimos considerando que la renta variable japonesa es una de las clases de activos más atractivas. Tipos de interés bajos, gobierno corporativo mejorado, valoraciones razonables y un fuerte impulso de los beneficios son los principales factores que sustentan los mercados de renta variable de Japón. La posible depreciación del yen representaría otro factor impulsor positivo.

MATERIAS PRIMAS

Los fundamentos de las materias primas han mejorado

La fuerte actividad económica global en todas las regiones debería favorecer la demanda y los precios de las materias primas, especialmente si se considera que el dólar no parece encontrarse en la antesala de una tendencia de fuerte apreciación. Como siempre, nos abstenemos de realizar predicciones sobre la clase de activos, teniendo en cuenta la diversidad de sus componentes individuales, los equilibrios específicos entre la demanda y la oferta y los niveles de inventario cambiantes. No mantenemos una exposición directa a la clase de activos y consideramos que los índices diversificados de materias primas no compensan lo suficiente a los inversores por la elevada volatilidad a largo plazo.

La trayectoria de los precios del petróleo dependerá en gran medida de la oferta de petróleo de esquisto en EE. UU.

El reciente acuerdo alcanzado por los productores de petróleo de la OPEP y otros países no miembros de la OPEP ha contribuido a reducir el desequilibrio entre la demanda y la oferta; los inventarios en los países avanzados descendieron a 111 millones de barriles en octubre desde los 291 millones de barriles registrados hace un año. Mientras que la OPEP pronostica que el reequilibrio se habrá llevado a cabo a finales de 2018, la Agencia Internacional de la Energía (IEA) considera que los inventarios se mantienen estables. Esta diferencia se debe en parte a sus puntos de vista divergentes con respecto a la fuente de abastecimiento que representa el petróleo de esquisto en EE. UU. Tendemos a considerar que las perspectivas de la IEA son más plausibles y no prevemos ningún aumento significativo de los precios del petróleo desde los niveles actuales.

ORO

No mantenemos ninguna exposición al oro físico

Vemos pocos motivos para mantener una exposición al oro en este momento. En un contexto de políticas monetarias restrictivas en el que los tipos de interés reales deberían empezar gradualmente a subir y un entorno económico en el que el fuerte crecimiento global debería limitar la demanda de activos seguros, preferimos invertir en otros activos. El oro siempre figurará en la lista de vigilancia si las condiciones del mercado cambian de forma drástica.

FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)

La asignación a fondos alternativos se mantendrá estable

Somos de los que todavía piensan que los fondos alternativos pueden añadir un valor significativo a las carteras y desempeñan un papel de diversificación clave. Nuestra asignación se encuentra cerca de lo que consideramos un máximo y no esperamos que cambie de forma significativa a medio plazo.

Nuestra exposición a fondos alternativos está centrada en estrategias líquidas

Nuestras exposiciones principales a fondos alternativos están centradas en estrategias líquidas tales como “long/short”, Fusiones y adquisiciones, Macro global y CTA. También hemos añadido recientemente una exposición a Prima de riesgo alternativa que incluye un cierto número de estrategias subyacentes que tienen poca correlación entre sí. El objetivo de esta estrategia es aportar una fuente diversificada de rendimiento con una sensibilidad limitada respecto de las condiciones del mercado global. A pesar de las condiciones favorables para la estrategia de fusiones y adquisiciones, el año fue decepcionante y la situación se monitorizará de cerca en los próximos trimestres.

CONSTRUCCION DE LA CARTERA DE FFG

La construcción de una cartera de inversión y la selección de sus componentes individuales son el resultado de un proceso de inversión bien definido. Este proceso comienza con la determinación del perfil de riesgo del cliente, la divisa base y la estrategia de inversión elegida. Este marco culminará con el posicionamiento táctico de la cartera en los rangos de asignación estratégica de activos para cada clase de activo.

La elección de la divisa base tiene una importancia especial ya que afectará a la manera de llevar a cabo la estrategia de inversión; en primer lugar, mediante la determinación del nivel más apropiado de cobertura de las exposiciones al cambio de divisas (si las hubiera) y, en segundo lugar, mediante la selección de las inversiones subyacentes más apropiadas.

La determinación de la asignación a las diferentes clases de activos es el principal factor impulsor del desempeño de la cartera y es la piedra angular en torno a la cual se adoptan las demás decisiones de inversión. La función de su gestor de inversiones en el Forum Finance Group es formar carteras en base a toda la información pertinente y mediante la selección de productos de inversión de entre un universo de inversión aprobado y predeterminado.

Cada inversión individual desempeña un papel específico y la selección de un producto cualquiera está basada tanto en sus características inherentes como en sus propiedades complementarias en la cartera. Es necesario comprender plenamente cada producto de inversión para poder predecir en gran medida su comportamiento dependiendo de los diferentes escenarios de mercado y poder evaluar mejor su objetivo en relación con los demás activos.

Por consiguiente, el rendimiento de una inversión específica no se puede medir en relación con su grupo de referencia sin tener en cuenta el resto de la cartera. Normalmente, el presupuesto de riesgo de las carteras se distribuye entre activos direccionales tales como renta variable, materias primas y deuda de alto rendimiento. La parte de las carteras dedicada a la conservación de capital se invertirá en activos menos correlacionados con las tendencias del mercado, tales como fondos de fondos alternativos, bonos de elevada calidad y determinados productos estructurados.

GESTORES DE FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)

El Forum Finance Group invierte en fondos de fondos alternativos y, en el caso de los clientes que hayan aprobado esta clase de activos en sus mandatos, en fondos alternativos individuales.

Los fondos de los fondos alternativos ofrecen diversificación y baja volatilidad, mientras que los fondos alternativos individuales se centran en estrategias especializadas prestando atención especial a la gestión de riesgos. Consideramos que los fondos alternativos individuales son auténticas alternativas a las clases de activos tradicionales, y ofrecen acceso a gestores de fondos excepcionales al tiempo que mejoran el perfil riesgo-rentabilidad de las carteras.

Mientras que los fondos de fondos alternativos seguirán clasificándose como una clase de activo aparte, la mayoría de los fondos alternativos individuales se clasificarán en las clases de activos tradicionales. Por tanto, y a modo de ejemplo, la asignación a renta variable no solo incluirá las posiciones directas en renta variable y las inversiones en fondos de renta variable, sino que también podrá incluir estrategias tales como renta variable “long/short” o “Event driven”.

PRODUCTOS ESTRUCTURADOS

Desde nuestro punto de vista, los productos estructurados también ofrecen una manera alternativa de inversión en clases de activos tradicionales tales como renta variable, instrumentos de deuda y materias primas. Las diferentes estructuras de estos productos varían considerablemente y la selección de una estructura específica no solo es una función de las condiciones de mercado imperantes y de las perspectivas para el activo subyacente, sino también una función de la capacidad del producto para mitigar el riesgo en la cartera en su conjunto.

Los productos estructurados se clasifican dentro de las clases de activos más relevantes en cualquier momento definido. Esto nos permite analizar los niveles generales de riesgo de cada clase de activos mejor que si los productos estructurados se clasificasen por separado. Los productos estructurados son, por naturaleza, instrumentos híbridos y la evolución de sus distintos componentes determinará si es necesario reclasificar un producto estructurado concreto en una clase de activos diferente.

TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2018

Para nuestras cuentas equilibradas, aplicamos la siguiente tabla:

	ASIGNACIÓN	ENERO 2018
DEPÓSITOS A CORTO PLAZO	**0 – 20%**	**8%**
INSTRUMENTOS DE DEUDA	**15 – 55%**	**29%**
Bonos con grado de inversión	5 – 45%	8%
Bonos de alto rendimiento y de mercados emergentes	0 – 20%	7%
Bonos especializados	0 – 15%	14%
RENTA VARIABLE	**20 – 60%**	**45%**
Mercados desarrollados	15 – 50%	40%
Mercados emergentes	5 – 30%	5%
MATERIAS PRIMAS	**0 – 15%**	**0%**
Oro físico	0 – 5%	0%
Otras materias primas	0 – 10%	0%
FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)	**0 – 25%**	**18%**
		100%

EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD
The Forum Finance Group S.A. (FFG) es autorizado por la FINMA como gestora de fondos y registrada con la SEC como asesor de inversions. Aunque la sociedad Forum Finance Group S.A. (FFG) ha prestado máxima atención para asegurar la precisión de la información publicada, no puede ofrecer garantías sobre la precisión, fiabilidad, actualidad e integridad de la información aquí contenida. FFG se exime, sin carácter limitativo, de toda responsabilidad por pérdidas o daños de cualquier tipo, incluidos los daños directos, indirectos o consecuentes que pudieran producirse a raíz del uso de este documento.
Todo el contenido del presente documento está sujeto a derechos de autor con todos los derechos reservados. No se permite reproducir (ya sea en parte o en su totalidad), transmitir (por medios electrónicos u otros medios), modificar ni utilizar para fines públicos o comerciales este documento sin la autorización previa por escrito de FFG. Puede consultar la exención de responsabilidad completa en www.ffgg.com.

FORUM FINANCE GROUP

1994

The Forum Finance Group SA

6 rue de la Croix d'Or — CP 3649 — CH-1211 Genève 3 — T +41 22 311 84 00 — F +41 22 311 84 65

FFGG.COM

PRPRINT.com