



Forum Finance Group

since 1994

Julio de 2015

Perspectivas de inversión en 2015

Repaso y previsión semestral



**PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN EN 2015 – REPASO SEMESTRAL**

<u>Índice</u>	<u>Páginas</u>
RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES	1
ENTORNO MACROECONÓMICO	2 - 3
SITUACIÓN ECONÓMICA	4 - 6
MERCADOS FINANCIEROS	7
PERSPECTIVAS DE MERCADOS	8
ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2015	9 - 10



RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES

En esta publicación semestral repasaremos las expectativas de enero y analizaremos algunos de los principales indicadores económicos actuales antes de definir la asignación de activos que recomendamos para el segundo semestre.

Nuestro mensaje central fue que la renta variable tendría éxito ...

En enero, nuestro mensaje central fue que los activos de riesgo, y la renta variable en particular, deberían seguir contando con el apoyo de un entorno económico con signos de una lenta mejoría, de las políticas acomodaticias de los bancos centrales y de valoraciones mejor ajustadas al riesgo que las de los instrumentos de renta fija. También esperábamos que los activos de los mercados desarrollados tuvieran mejor resultado que los de los mercados emergentes y que el dólar estadounidense se revalorizara frente a las demás divisas.

El crecimiento económico global ha sido decepcionante durante el primer trimestre... pero debería mejorar durante el segundo semestre ...

El crecimiento económico global del primer trimestre resultó ser más débil de lo que anticipamos por los resultados tan contradictorios de las diferentes economías. Este debilitamiento se debió en gran parte a una contracción imprevista de la economía estadounidense que acusó las inclemencias temporales en la Costa Este, las huelgas portuarias en el Oeste y la reticencia de los consumidores a gastar lo ahorrado con precios del petróleo más bajos. También se observaron tasas de crecimiento económico más bajas en la mayoría de los mercados emergentes al ralentizarse en todos los países BRIC (China, India, Brasil y Rusia). Por otro lado, la nota positiva provino de la zona euro con indicios de recuperación gracias al debilitamiento del euro, al menor coste energético y al estímulo del BCE. De hecho, el PIB combinado del primer trimestre de los 19 países de la zona euro fue un 0.4% mayor que en los últimos tres meses de 2014. Japón también nos sorprendió con resultados más favorables al registrar el primer trimestre un crecimiento del 1% sobre el trimestre anterior, debido principalmente al fuerte gasto de las empresas. En conjunto, los indicios del segundo trimestre muestran cierta mejoría generalizada y, con vistas al futuro, esperamos que la actividad económica global sea más fuerte en el segundo semestre de 2015 y en 2016.

La renta variable sigue siendo nuestra clase de activos preferida...con Europa y Japón como favoritos...

Nuestra previsión positiva para la renta variable y nuestra predilección por los mercados desarrollados se tradujeron en resultados sólidos en las carteras hasta finales de mayo y la mayor aportación vino de los valores japoneses y europeos. Este mes de junio resultó ser más difícil porque los mercados de renta variable perdieron parte de lo que habían ganado y la mayor incertidumbre sobre Grecia redujo parte del interés por los activos de riesgo. Nuestra postura de cautela con respecto a la renta fija de alta calificación se vio (finalmente) justificada por la repentina inversión de las rentabilidades que llevaban desconcertando las expectativas tanto tiempo. Nuestra preferencia por los préstamos apalancados, los bonos convertibles y de alta rentabilidad dieron fruto por el bajo nivel de duración y la contracción de los spreads. Por último, nuestra previsión positiva para el dólar estadounidense generó una fuerte aportación al rendimiento. Hace poco hemos realizado parte de las ganancias del dólar y adoptado una estrategia más táctica con la exposición a divisas.

La gestión del riesgo nos ha llevado a cubrir provisionalmente cierta exposición en renta variable ...

La reinante incertidumbre en torno a la crisis en Grecia nos ha llevado recientemente a cubrir parte de nuestra asignación en renta variable europea con el fin de gestionar el riesgo ante un resultado imprevisible. En este momento seguimos aferrándonos a una posición sobreponderada en la clase de activos de renta variable y evitamos la renta fija de alta calificación. A principios de año reanudamos la posición en oro físico como cobertura frente a riesgos extremos y con el fin de diversificar las carteras.

En la próxima sección del documento evaluaremos el entorno macroeconómico y la situación económica predominante resaltando los indicadores más importantes que observamos. Tras una breve descripción general de los resultados del primer trimestre de las diferentes clases de activos, expondremos nuestra previsión de mercado actual y la asignación de activos para el segundo semestre.

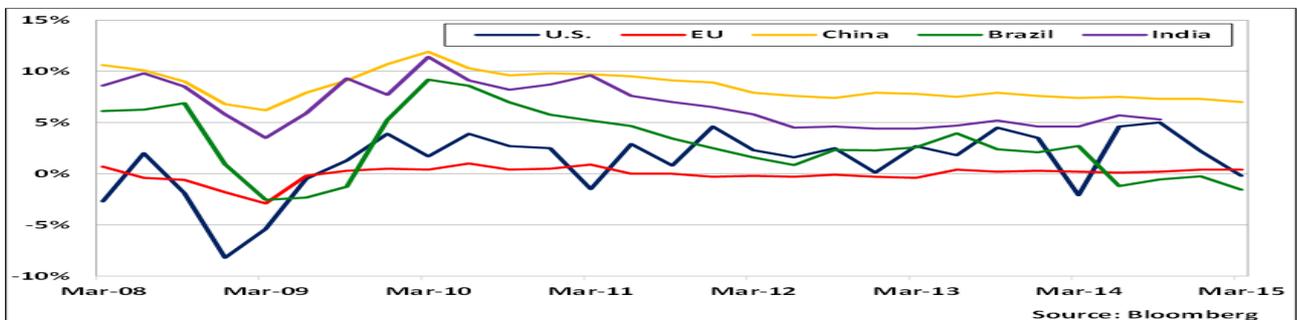
ENTORNO MACROECONÓMICO

Crecimiento económico mundial

Se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento económico para 2015 ...

El crecimiento económico mundial ha vuelto a ser decepcionante, especialmente en Estados Unidos, en los países exportadores de crudo y en ciertos países grandes emergentes. El FMI, el Banco Mundial y la OCDE han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para todo 2015. El Banco Mundial espera ahora que la economía mundial crezca un 2,8% en 2015 en lugar del 3% que predijo en enero. Se espera que la recuperación en los países desarrollados gane impulso, especialmente en Estados Unidos y Europa, mientras que se observa una desaceleración generalizada en los países emergentes, donde se espera que el crecimiento se ralentice al 4,4% en 2015 frente al 4,6% de 2014. Estos países están sufriendo el debilitamiento de los flujos de capital por la revalorización del dólar y acusan también la reducción de la actividad en los países exportadores de petróleo.

Crecimiento del PIB

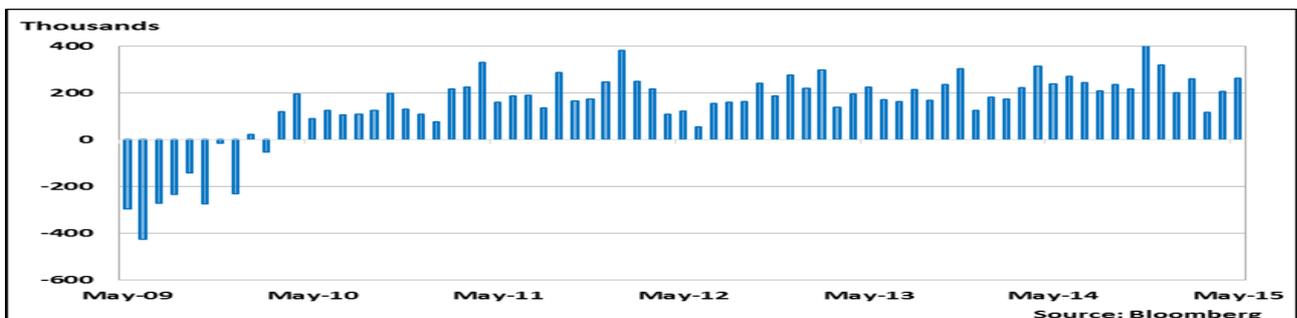


La gráfica muestra la acusada desaceleración de la economía estadounidense durante el primer trimestre del año, en general debido al clima glacial, las huelgas en los puertos y el debilitamiento de las exportaciones. La actividad económica ha empezado a recuperarse y ahora se espera que alcance el 2% para el año completo. En la zona euro, la recuperación parece coger impulso en los diferentes países de la región y se prevé un crecimiento del 1,5% para todo 2015. En las grandes economías emergentes el ritmo del crecimiento ha seguido decreciendo y Brasil se ha visto especialmente afectado por la frágil confianza y los bajos precios de las materias primas.

Mercados laborales

Las condiciones de los mercados laborales han seguido mejorando en todas las economías desarrolladas. Se ha observado una evolución modesta en la zona euro aunque la tasa de desempleo sigue siendo extremadamente alta con el 11.1%. En Estados Unidos y el Reino Unido hay ciertos indicios de crecimiento salarial como resultado de un mercado laboral más ajustado.

Nóminas privadas no agrícolas en Estados Unidos (cambio neto intermensual)



En Estados Unidos, la situación de los mercados laborales (en función de la demanda de la prestación de desempleo y la cifra de empleos no agrícolas creados en el sector privado) se ha mantenido resistente pese al fuerte descenso de marzo del número de empleos creados. La tasa de desempleo cerró el mes de mayo en el 5,5% frente al 6,3% del año anterior.



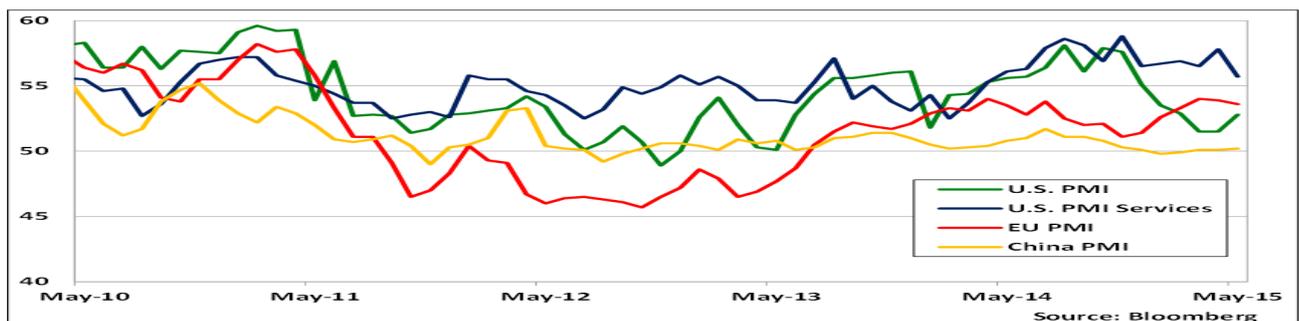
Indicador adelantado

Los PMI de la zona euro se han recuperado...

Según los Índices de gestores de compras (PMI), el panorama empresarial en las principales economías mundiales mostró divergencias en el primer semestre. Pese a la crisis de la deuda griega que afecta a toda la región, el crecimiento económico de la zona euro se aceleró hasta alcanzar la cota más alta de los últimos cuatro años en junio reflejado por el ascenso de los índices PMI. La economía estadounidense ha sufrido una contracción inesperada durante el primer trimestre y aún no ha mostrado signos de una recuperación significativa pese a la perspectiva generalizada de un crecimiento más rápido en el segundo semestre.

La actividad en China sigue siendo decepcionante y el sector manufacturero ha estado recortando puestos a la mayor velocidad vista desde 2009, dado que las empresas han estado reduciendo su capacidad de producción. Esto sugiere que las empresas tienen expectativas de crecimiento relativamente bajas por la tenue demanda doméstica y en el extranjero. Los últimos datos de Japón muestran que el sector manufacturero también lucha por ganar impulso tal y como refleja la bajada del PMI Manufacturero al 49,9 del 50,9 registrado en mayo.

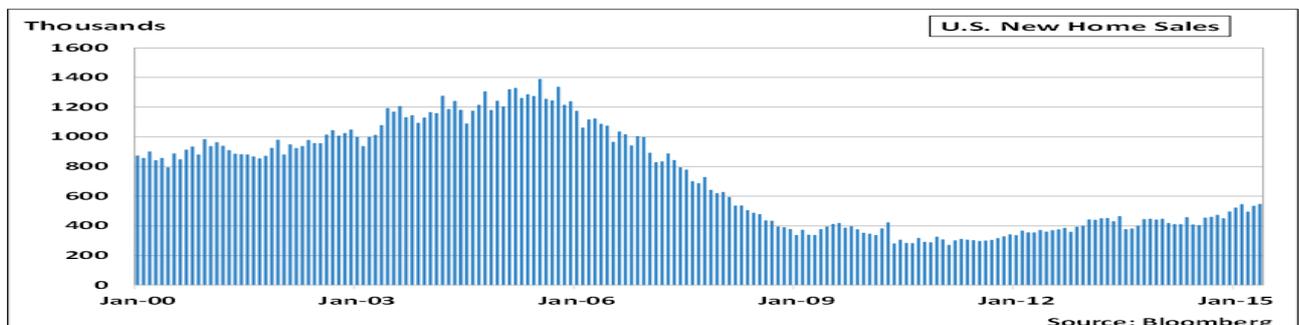
Índices de gestores de compras (PMI)



La gráfica anterior muestra la tendencia generalmente débil de la mayoría de los Índices de gestores de compras desde comienzos de año a excepción de una clara mejora observada en Europa. El PMI Compuesto de la zona euro ha crecido del nivel 51,4 en diciembre de 2014 al 54,1 en junio, el nivel más alto desde mayo de 2011. Por el contrario, los PMI Compuestos de Estados Unidos han bajado a la vez que se ha ido ralentizando el crecimiento de la producción desde marzo y el PMI Manufacturero de Estados Unidos ha llegado a su nivel más bajo desde 2013. Las cifras de China se han mantenido en torno al 50, un nivel que indica que sólo ahora comienza a expandirse la industria.

Mercado inmobiliario estadounidense

Venta de viviendas nuevas en Estados Unidos



Tal y como se observa arriba, las compras de nuevas viviendas en Estados Unidos creció en mayo al nivel más alto de los últimos siete años. Otros informes, como el número de permisos de nueva construcción y los índices del precio de la vivienda confirman también la tendencia favorable que muestra el mercado inmobiliario. El sector recibe el impulso de un mercado laboral que cobra fuerza y de incentivos del gobierno para los compradores de su primera vivienda.

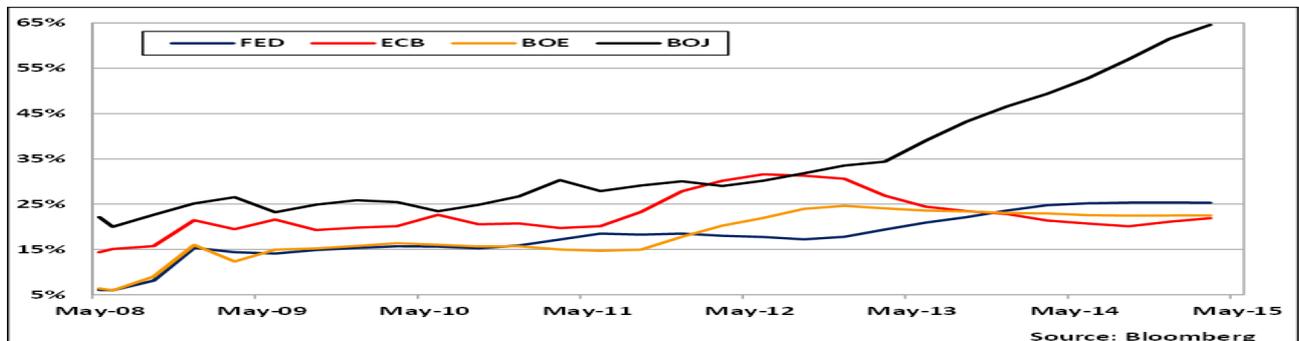
SITUACIÓN ECONÓMICA

El BCE se une al carro de la expansión cuantitativa (QE)

El BCE introduce su QE ...

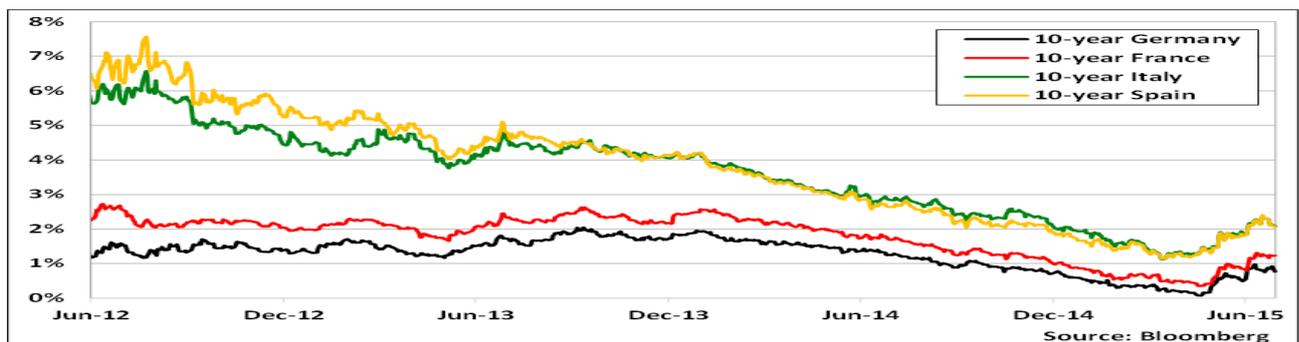
Los principales bancos centrales siguen siendo los mayores determinantes del comportamiento de los mercados financieros y sus políticas respectivas se han traducido en la dispersión de los ingresos por activos parecidos en las diferentes regiones. Los balances de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra ya no se expanden pero sus comités respectivos se han abstenido de subir los tipos de interés por el momento. El Banco de Japón, sin embargo, sigue realizando compras masivas de activos mientras que el Banco Central Europeo introduce tardíamente un extenso programa de expansión cuantitativa (QE). En enero, el banco central desveló su intención de comprar renta fija soberana aparte de las cédulas hipotecarias y valores respaldados por activos. El valor del programa de QE asciende a 60.000€ al mes durante un período mínimo de 18 meses.

Balances de los principales bancos centrales (% de PIB)



El tamaño de los balances de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra ya no aumenta, pero el del Banco de Japón se sigue expandiendo rápidamente. El cambio más significativo del último año ha sido la decisión del BCE de empezar a actuar de manera más decidida para generar cierta inflación y debilitar su divisa. Aunque no sea tan obvio en la gráfica anterior, el tamaño de su balance ha vuelto a crecer.

Rentabilidad de la deuda soberana europea a 10 años



El primer trimestre de 2015 vio los rendimientos de la renta fija soberana europea seguir bajando hasta mínimos bajo la influencia del programa de compras del BCE. Las rentabilidades de los Bund a 10 años estaban tan solo a 0,07% del cero mientras que la renta fija española e italiana con el mismo vencimiento se negociaba por debajo de 1,15%. A partir de ese momento, los mercados de bonos vivieron un período de extrema volatilidad cuando la tendencia de las rentabilidades dio un vuelco repentino y los spreads de la deuda de países periféricos se extendieron considerablemente. Se puede explicar en parte la venta masiva de renta fija soberana con la sobrecompra de bonos en un momento en que la previsión económica mejoraba y los riesgos de deflación se desvanecían. La saga interminable del trato con Grecia también ha tenido un fuerte impacto en los spreads de la deuda de países periféricos.



Tipos de interés y la inflación

Tipos de interés

Tendencia de tipos de interés más bajos por todo el mundo ...

Los tipos de interés a corto plazo de las primeras economías siguen manteniéndose en mínimos históricos. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra siguen retrasando el momento de la primera subida de los tipos, mientras que las expectativas de tipos de interés más altos en Japón y en la zona euro parecen tan lejanas como siempre. La amenaza de deflación que empujó al BCE a introducir la expansión cuantitativa también explica en gran medida la batería de recortes de tipos de interés por todo el mundo a comienzos de 2015. Los bancos centrales de China, India, Canadá, Australia y Dinamarca figuran entre los muchos países que han bajado los tipos este año.

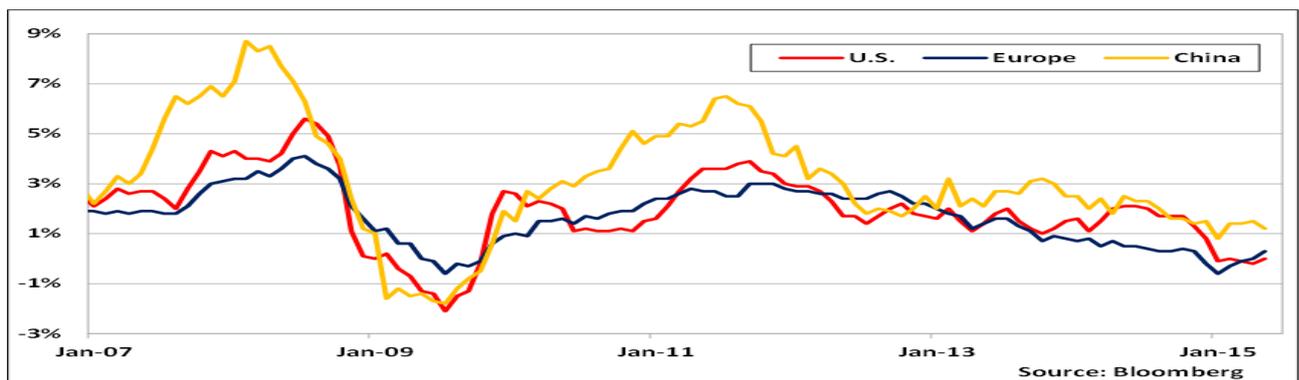
¿Acabará por subir los tipos la Reserva Federal?

El principal mensaje que recibimos de la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, es que el banco central sigue teniendo la intención de subir los tipos de interés este año pero será muy progresivo. Ante la ausencia de acción en junio, la expectativa generalizada es de una primera subida en septiembre, pero dista de ser un hecho seguro. Lo único que sabemos con total seguridad es que los miembros del comité de la Reserva Federal temen equivocarse lo que explica su reticencia y estrategia tan extremadamente cautelosa.

El Banco Nacional Suizo sacudió los mercados ...

El 15 de enero, el Banco Nacional Suizo sacudió los mercados al finalizar inesperadamente su principal política monetaria consistiendo en limitar la revalorización del franco frente al euro. El banco también bajó los tipos de interés sobre los saldos de los depósitos a la vista un 0,5% a un tipo negativo del -0,75%. Desde septiembre de 2011, el banco central ha evitado que la paridad EUR/CHF cayera por debajo del 1,20, lo que ha provocado una expansión masiva de su balance (el equivalente a más de un 80% del PIB de Suiza). Según el banco, el coste de aplicar su política se había vuelto prohibitivo. La introducción anticipada de la QE por parte del BCE tuvo un peso importante en esta decisión.

Inflación en todo el mundo



La tendencia descendente de la inflación en la zona euro parece haber tocado fondo en enero. La inflación se volvió claramente negativa hacia finales de 2014 pero empieza ahora a recuperarse gracias a una economía creciente y el impacto de las políticas de apoyo del BCE. En Estados Unidos, la tasa de inflación general se mantuvo igual de un año para otro, mientras que la inflación subyacente (sin alimentación ni energía) se sitúa actualmente en el 1,7% y por tanto sigue por debajo del objetivo de inflación de la Reserva Federal del 2%. En China la inflación cayó a la cifra más baja de los últimos cinco años del 1,2%, lo que refleja un crecimiento ralentizado y una débil demanda interior.



Spread de crédito y volatilidad de los bonos

Spread más estrechos para los bonos de alta rentabilidad y la deuda de los mercados emergentes ...

Los spreads de los bonos de mayor rentabilidad se estrecharon durante el primer semestre del año pese al duro comienzo de año sufrido por el debilitamiento del sector energético y su impacto en el mercado de alta rentabilidad estadounidense y ciertos mercados emergentes. El comportamiento más destacable ha sido la resistencia de los bonos de alta rentabilidad y la deuda de los mercados emergentes ante la venta masiva de deuda soberana que comenzó en abril.

Spreads de la deuda de mercados emergentes y deuda de alta rentabilidad



Los spreads de la deuda de los mercados emergentes crecieron inicialmente 50 p.b. para situarse en el 4,5% antes de que la recuperación del sector energético ayudara a subir los precios de la deuda emitida por países como Rusia y Venezuela. Desde finales de junio, el diferencial se ha contraído al 3,9%. Se puede observar una evolución parecida en los créditos de alta rentabilidad estadounidenses donde los spreads crecieron 40 p.b. hasta el 5,2% antes de bajar al 4,8% a finales de junio. Hasta principios de junio, la alta rentabilidad europea ha demostrado ser una de las clases de activos con mayor rendimiento, al contraerse los spreads un 1,1% desde el cierre de 2014. Recientemente, los spreads han subido al 4,1%.

Volatilidad de los mercados de renta fija

Hasta mediados de abril, los tipos en Europa se han convertido en una apuesta segura a raíz del programa de expansión cuantitativa del BCE y más del 30% de toda la renta fija soberana se negociaba con una rentabilidad negativa. Pero entonces se produjeron repentinamente dos ventas masivas que provocaron una volatilidad de mercado insólita dado que las rentabilidades de los Bunds a 10 años se dispararon de una mínima histórica de 7 p.b. a 72 p.b. antes de bajar a los 49 p.b. para después superar brevemente el 1%. Estas ventas masivas reiteradas en la deuda soberana reflejan las distorsiones tan acusadas que dominan los mercados de capitales y, aunque sea imposible predecir su comportamiento futuro, parece probable que la volatilidad de estos activos "seguros" seguirá muy por encima de su media a largo plazo.

El entorno macroeconómico/condiciones financieras: conclusiones

Los principales bancos centrales siguen proporcionando inmensas cantidades de liquidez y siguen mostrándose a comodaticios aunque esto no afecta a las expectativas de que la Reserva Federal se esté acercando al momento en que suba los tipos de interés. Tras una serie de bajadas de los tipos por parte de muchos bancos centrales de las economías emergentes, puede que algunos deban endurecer las condiciones monetarias para evitar la salida de flujos de capital y contener la inflación ante la depreciación de divisas y la desaceleración de la actividad económica.

En términos generales, la situación económica en las economías desarrolladas está mejorando, mientras que los países emergentes afrontan turbulencias y desaceleraciones de las tasas de crecimiento. Estos últimos tendrán que llevar a cabo reformas para impulsar el crecimiento económico futuro y siguen luchando por re-equilibrar sus economías para reducir su dependencia a las exportaciones.

Los spreads de crédito y la deuda de los países periféricos indican un mayor nivel de confianza del inversor en la capacidad de los emisores de pagar la deuda y descartan las previsiones de un deterioro de la actividad económica. Tras un período prolongado de baja volatilidad, las sacudidas observadas este año en los mercados de divisas y de bonos podrían presagiar un período de volatilidad más alta para los mercados financieros.

MERCADOS FINANCIEROS

	Cierre 2014	Junio de 2015	Variación junio	2015
Renta variable				
S&P 500	2058.9	2063.1	- 2.1%	+ 0.2%
Euro Stoxx 50	3146.4	3424.3	- 4.1%	+ 8.8%
MSCI EM	956.3	972.2	- 3.2%	+ 1.7%
Renta fija				
UST a 10 años	2.17%	2.35%	+ 23bps	+ 18bps
Bund a 10 años	0.54%	0.76%	+ 27bps	+ 22bps
BBB EU	1.61%	1.95%	+ 50bps	+ 34bps
Divisas				
EUR/USD	1.210	1.115	+ 1.5%	- 7.9%
USD/CHF	0.994	0.936	- 0.5%	- 5.8%
EUR/CHF	1.203	1.042	+ 0.8 %	- 13.4%
GBP/USD	1.558	1.571	+ 2.8%	+ 0.8%
Materias primas				
Índice CRB	230.0	227.2	+ 1.8%	- 1.2%
Petróleo, WTI	\$ 53.3	\$ 59.5	- 1.4%	+ 11.6%
Oro	\$ 1185	\$ 1172	- 1.5%	- 1.1%

La expansión cuantitativa apoya la renta variable europea y japonesa ...

Durante el primer semestre de 2015, los mercados globales de renta variable han ido al alza con rendimientos muy dispares en las diferentes regiones, en términos de divisa local. Esta divergencia se explica principalmente con las políticas monetarias tan diferentes de los principales bancos centrales, como en el caso de la renta variable europea y japonesa que recibe el apoyo de la expansión cuantitativa masiva mientras que la renta variable estadounidense apenas cobra fuerza. La diferencia en el rendimiento también se extendió a los mercados emergentes, donde los mercados de renta variable de China y Rusia fueron los más prósperos.

Los mercados de bonos acusan las ventas masivas ...

Ha habido mucho movimiento en los mercados de bonos en lo que llevamos de año. La tendencia de baja volatilidad y rentabilidades cada vez más bajas en la deuda soberana europea dio un giro de 180º cuando las liquidaciones masivas provocaron el repunte de los rendimientos y una volatilidad insólita. En un plazo de dos meses, los rendimientos de los Bunds a 10 años crecieron del 0,07% a más del 1%, mientras que los bonos del Tesoro estadounidense con el mismo vencimiento vieron sus rendimientos crecer del 1,9% al 2,5%. Los spreads de los créditos de la deuda de alto rendimiento y de los mercados emergentes se han estrechado, lo que refleja el interés continuado de los inversores por los instrumentos de deuda que ofrecen rendimientos más elevados.

El franco suizo se dispara ...

En los mercados de divisas, el acontecimiento más destacado fue la sorprendente decisión del Banco Nacional Suizo de poner fin a su principal política de limitar la revalorización del franco frente al euro. Esta acción empujó inicialmente el franco casi un 30% más alto frente al euro en un mercado caótico. Desde entonces, la paridad EUR/CHF se ha estabilizado en torno al 1,04, lo que representa una depreciación del 13% desde el cierre de 2014. El otro acontecimiento destacado fue la consolidación del dólar desde mediados de marzo. Hasta entonces, el billete verde se ha revalorizado fuertemente frente a las demás divisas, especialmente frente al euro.

Los precios del petróleo se han recuperado ...

El mundo de las materias primas, especialmente en el caso de los metales industriales y los productos agrícolas, ha seguido acusando el exceso de oferta y la revalorización del dólar. Los precios del petróleo tocaron fondo en marzo y desde entonces se han estabilizado en torno a los 60\$ por barril de WTI. Tras empezar el año con fuerza, el precio del oro ha vuelto a las cifras de finales de 2014.



PREVISIÓN DE MERCADOS FINANCIEROS

La volatilidad está en auge ...

Las políticas de los bancos centrales más influyentes seguirán siendo los principales impulsores de los rendimientos de los activos financieros, especialmente ahora que parece muy probable que la Reserva Federal empezará a subir los tipos de interés por primera vez desde 2004. Desde comienzos de año, los mercados de divisas y bonos han experimentado varios picos de volatilidad y es muy probable que se repitan esos patrones hasta finales de 2015.

Preferimos la renta variable europea y japonesa ...

Los fundamentales económicos y la capacidad de las empresas de aumentar sus beneficios cobrarán más importancia en los mercados de renta variable. Nuestras regiones favoritas siguen siendo Europa y Japón, donde el potencial de subida de los precios de renta variable más altos recibe el apoyo de las políticas monetarias más acomodaticias. En general seguimos dispuestos a asumir riesgos (risk-on) con una posición sobreponderada en la renta variable y en instrumentos de deuda más dinámicos, pero prevemos tener que implantar decisiones más tácticas para gestionar un riesgo de mercado más alto.

Instrumentos de renta fija

Tenemos una posición infraponderada en renta fija y evitamos la deuda soberana de los países del G-7 ...

Nuestra asignación a la clase de activos de renta fija sigue siendo infraponderada. Los últimos acontecimientos en los mercados de bonos nos han demostrado que, pese al inmenso apoyo de los bancos centrales, los precios de la deuda soberana pueden estar sujetos a enormes oscilaciones. Ante este panorama, preferimos riesgos de crédito donde los cupones más altos amortiguarán parte del impacto de un aumento de los rendimientos y donde sigue cabiendo la posibilidad de que se contraigan los spreads. Principalmente prevemos que los tipos en Europa seguirán manteniéndose cerca de las cotas actuales y que los spreads de la deuda de los países periféricos se volverán a estrechar. En Estados Unidos creemos que los tipos irán subiendo poco a poco dado que la Reserva Federal intentará evitar sacudidas del mercado. Nuestras principales exposiciones en el mundo de la renta fija son a los créditos corporativos, los bonos de alta rentabilidad, los préstamos y los bonos convertibles. En el transcurso del último año hemos ido cambiando nuestra asignación a estrategias de crédito más flexibles, las cuales incluyen la gestión del riesgo de duración y la capacidad de asignar estratégicamente capital a varios segmentos crediticios.

Renta variable

Mantenemos la posición sobreponderada en renta variable ...

Nos mostramos optimistas con respecto a la clase de activos de renta variable pese a que la valoración de la mayoría de mercados de renta variable es más elevada que sus medias históricas de los últimos 10 años. Esto deja poco margen para una re-calificación significativa y será importante que las ganancias se equiparasen a las expectativas para que siga adelante el repunte. La renta variable debería beneficiarse de las condiciones monetarias relajadas, la atractiva rentabilidad de dividendos (frente a tipos de interés extremadamente bajos), balances sólidos y el aumento de la actividad corporativa a modo de recompras de acciones y adquisiciones. En este momento mantenemos nuestra fuerte inclinación por la renta variable de los mercados desarrollados.

FX

Nos mostramos optimistas con respecto al dólar ...

El período de consolidación del dólar debería finalmente dar paso a otra etapa de revalorización para finales de 2015. Para que se reanude la tendencia al alza, los datos económicos deberán ser lo bastante fuertes para que la Reserva Federal tenga la confianza suficiente para empezar a ajustar un ciclo restrictivo. En cuanto al franco suizo, no esperamos que se desvíe considerablemente del nivel actual de los 1,04 francos por euro en vista de las fuerzas opuestas. Por una parte el Banco Nacional Suizo no querrá que se revalorice mucho el franco frente al euro, pero por otra parte, el programa de expansión cuantitativa del BCE debería ayudar a contener la revalorización del euro.



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2015

Efectivo

Neutral (10%)

La posición de efectivo más alta proviene de una cobertura estratégica de parte de la exposición a renta variable europea ante los riesgos vinculados a la crisis griega. En el caso de un acuerdo positivo con buena acogida en los mercados, se eliminaría la cobertura y se rebajaría inmediatamente al 3% la asignación a efectivo.

Instrumentos de renta fija

Infraponderada (27%)

Con una asignación del 27%, nuestra posición es infraponderada. Nuestra exposición a los bonos con grado de inversión (investment-grade) es fuertemente infraponderada al evitar los bonos del Estado de los países del G-7. Nuestra asignación a bonos de grado de inversión se compone de crédito corporativo denominado en euros y bonos soberanos y cuasi-soberanos emitidos por las naciones de mayor solvencia.

Mantenemos una posición sobreponderada en bonos de alto rendimiento, incluida la exposición a préstamos garantizados que han tenido muy buenos resultados en lo que llevamos de año. En abril decidimos reactivar una posición en bonos de alta rentabilidad estadounidenses tras salir de esta clase de activos el verano pasado. Los análisis fundamentales de la alta rentabilidad y los préstamos (tasas de impago bajas, bajo apalancamiento y fuerte demanda) son favorables y el riesgo de duración general es bajo.

La asignación a “bonos especializados” se compone de bonos convertibles y estrategias de renta fija flexibles que no están limitadas por un índice de referencia y cuyo riesgo de duración se gestiona activamente.

Renta variable

Sobreponderada(45%)

Tenemos una posición sobreponderada en la clase de activos de renta variable y mostramos una relativa predilección por la renta variable europea y japonesa. Es cierto que las valoraciones no son baratas en términos absolutos, pero las condiciones financieras y económicas deberían seguir apoyando esta clase de activos.

Ante el panorama actual, la renta variable japonesa resulta especialmente atractiva dado que las valoraciones siguen quedándose a la zaga del mercado general y la combinación de reformas corporativas y flujos entrantes de las instituciones favorece esta clase de activos. Seguimos mostrándonos cautelosos con la renta variable de los mercados emergentes puesto que las economías más grandes afrontan una desaceleración estructural de la actividad y el crecimiento de las ganancias sigue ralentizándose.

Materias primas

Infraponderada(3%)

Por el momento seguimos cómodos con nuestras exposiciones al oro físico y a las acciones de minas de oro. El principal objetivo de esto es aportar diversificación a las carteras y protegerlas en parte del impacto de los escenarios más extremos.

Fondos alternativos

Neutral a positivo (15%)

Nos aferramos a nuestra asignación del 15% a los fondos alternativos (hedge funds). Tenemos inversiones en Global Macro, trading de volatilidad, CTA y Fondos de fondos multi-estrategia. A excepción de los CTA, la baja volatilidad de estas estrategias contribuye a reducir el riesgo de la cartera. La necesidad de rentabilidades diferenciadas de estrategias no correlacionadas es importante en un contexto donde las asignaciones a renta fija convencionales ya no proporcionan el nivel de protección e ingresos adecuado.

**TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2015**

Para nuestras cuentas de riesgo medio, aplicamos la siguiente tabla:

	<u>Asignación</u>	<u>Julio 2015</u>
Depósitos a corto plazo	0 – 20%	10%
Instrumentos de deuda	15 – 55%	27%
Bonos de calidad	5 – 45%	8%
Bonos de alta rentabilidad y emergentes	0 – 20%	10%
Bonos especializados	0– 15%	9%
Renta variable	20 – 60%	45%
Mercados desarrollados	15 – 50%	41%
Mercados emergentes	5– 30%	4%
Materias primas	0 – 15%	3%
Oro físico	0 – 5%	3%
Otras materias primas	0 – 10%	0%
Fondos alternativos (Hedge Funds)	0 – 25%	15%
		<hr/>
		100%



DATOS DE CONTACTO

*The Forum Finance Group S.A.
6, rue de la Croix d'Or
C.P. 3649
CH-1211 Geneva 3
Suiza*

Teléfono : +41 22 311 8400

Fax : +41 22 311 8465

Correo electrónico : info@ffgg.com

Sitio web : www.ffgg.com

Exención de responsabilidad. 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.