

FFG

FORUM FINANCE GROUP

1994



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2016
REPASO Y PREVISIÓN SEMESTRAL

JULIO DE 2016

ÍNDICE

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES	1
ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS	2-3
SITUACIÓN FINANCIERA	4-6
LOS MERCADOS FINANCIEROS	7-8
PREVISIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	9-10
ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2016	11-12

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.

Mantuvimos nuestra preferencia por la renta variable en lugar de los bonos con alta calificación.

Pese a nuestra visión a largo plazo de que la renta variable seguirá ofreciendo un mejor valor relativo que los bonos con alta calificación, actuamos con firmeza a principios de enero reduciendo considerablemente nuestra exposición a la renta variable y aumentando el efectivo a un nivel elevado, lo que ayudó a limitar parte del impacto de la fuerte tensión en los mercados sobre las carteras.

También habíamos mencionado nuestro creciente interés en la renta variable de los mercados emergentes, el cual se materializó en marzo cuando decidimos aumentar nuestra asignación a esta clase de activo. Otra de nuestras principales convicciones era la necesidad de diversificar más la cartera invirtiendo en estrategias alternativas con baja volatilidad y una correlación limitada con los activos tradicionales.

El crecimiento económico mundial ha sido decepcionante durante el primer trimestre... y no se espera que se recupere durante el segundo semestre.

Una vez más, el crecimiento económico global ha resultado ser inferior a las previsiones, dado que la economía estadounidense sólo creció modestamente durante el primer trimestre y ninguna otra gran economía pudo compensar esta decepción. El Banco Mundial, el FMI y la OCDE han rebajado sus previsiones de crecimiento para todo 2016. Se publicaron estas revisiones antes de que los británicos sorprendieran a todos con su voto a favor de dejar la Unión Europea, lo que significa que la incertidumbre no ha hecho más que agravarse. Una de las principales causas de estas previsiones debilitándose es el sentimiento de que los bancos centrales tienen muy pocos recursos para producir un cambio en la economía real y que los gobiernos son reticentes a introducir estímulos fiscales.

Nuestra posición es más defensiva y sólo aumentaremos el riesgo cuando surjan oportunidades interesantes.

En vista del deterioro de los fundamentales, las desalentadoras previsiones para las empresas en cuanto al crecimiento de sus beneficios y la acentuación de los riesgos políticos, hemos tomado una posición más defensiva para las carteras al reducir aún más nuestra inversión en renta variable y mantener la asignación de efectivo por encima del 10%. El aumento de nuestra exposición al dólar estadounidense durante el primer semestre fue un paso estratégico y aprovechamos su revalorización tras el referéndum británico para realizar beneficios sobre la mitad de la inversión por lo que, una vez más, estamos expuestos a un nivel de riesgo inferior. También hemos ido añadiendo constantemente al universo alternativo para reducir la volatilidad de la cartera y depender menos del rumbo que toman los mercados

La gestión del riesgo nos ha llevado a cubrir la exposición a la renta variable europea.

Las encuestas públicas en Gran Bretaña durante las semanas anteriores al referéndum sobre si permanecer o no en la Unión Europea no nos parecían convincentes. Además, consideramos que las pérdidas para los mercados de renta variable en caso de que saliera la votación a favor de dejar la UE eran mucho mayores que los posibles beneficios que aportaría la decisión de quedarse. Decidimos por eso cubrir nuestras inversiones en la renta variable del Reino Unido y de Europa ante un perfil tan asimétrico vinculado a un acontecimiento binario. Tras el resultado, retiramos rápidamente la cobertura sobre la renta variable británica. Mantendremos la protección provisional a menos que mejoren considerablemente las previsiones para la renta variable europea.

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 semestre de las diferentes clases de activos, expondremos nuestra previsión de mercado y la asignación de activos.

ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS

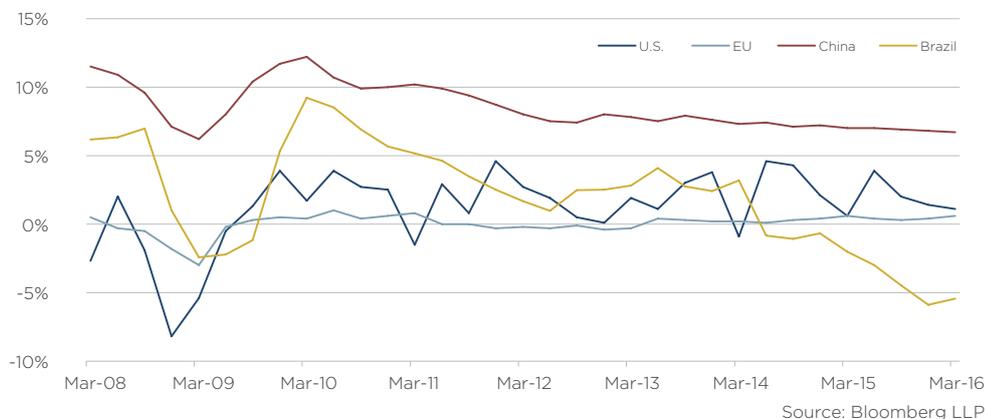
CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL

Las previsiones de crecimiento económico para el segundo semestre de 2016 siguen a la baja.

Una vez más el crecimiento económico mundial vuelve a decepcionar. El FMI, el Banco Mundial y la OCDE han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para todo 2016. El Banco Mundial espera ahora que la economía mundial crezca un 2.4% en 2016 en lugar del 2.9% que predijo en enero. El banco cita el lento crecimiento de las grandes potencias, los precios tan bajos de las materias primas, el débil comercio mundial y los decrecientes flujos de capital como los principales motivos de esta rebaja. El FMI prevé ahora un crecimiento mundial del 3.2% para 2016, 0.2% menos que su

previsión de enero. Esto se debe fundamentalmente a un “aumento de la incertidumbre y que el riesgo de escenarios de menos crecimiento son cada vez más tangibles.” Por último, la OCDE anuncia ahora que el crecimiento de la economía combinada de los 34 países de la OCDE será del 1,8% este año, en lugar del 2,2% que se predijo en noviembre del año pasado. La institución considera que la economía mundial está atrapada en una espiral de crecimiento débil y se expone a caer en otra profunda recesión a menos que los gobiernos actúen urgentemente.” Es importante puntualizar que se publicaron estas rebajas antes del referéndum del Reino Unido y los riesgos y la incertidumbre no han hecho más que aumentar desde entonces.

Crecimiento del PIB



El gráfico muestra que la economía estadounidense otra vez ha sido débil este primer trimestre (1.1%) y la tendencia ha decaído fuertemente desde el pico experimentado durante el segundo trimestre de 2015 (3.9%). En la zona euro, la recuperación parece algo resistente y se prevé que el crecimiento se acerque al 1.6% en términos anuales para todo 2016. En todas las grandes economías en desarrollo, el ritmo de crecimiento ha seguido bajando como demuestra la constante caída del PIB en China y la profunda recesión de Brasil.

EL IMPACTO DEL RESULTADO DEL BREXIT

Las consecuencias de la decisión del Reino Unido de dejar la Unión Europea no han hecho más que empezar, pero cubriremos en primer lugar las consecuencias inmediatas y a continuación las que llevarán más tiempo resolver. En primer lugar, el resultado del referéndum ha acentuado las dudas e incertidumbre en el Reino Unido y las economías europeas y no hay nada que odien más los mercados financieros. Ahora bien, el nivel de riesgo del Brexit no es parecido al de la crisis de las hipotecas subprime, pero es difícil evaluar las consecuencias en este momento. Las repercusiones

más inmediatas son el desplome de la libra esterlina, la caída en picado de la confianza empresarial británica, el bloqueo de fondos de inversión en el mercado inmobiliario comercial en el Reino Unido, precios más bajos de acciones británicas destinadas a su país y Europa y mayor tensión en el sector bancario europeo. Sin entrar en detalles, las consecuencias políticas en el Reino Unido han sido muy dramáticas con la dimisión del Primer Ministro y el líder del UKIP, así como la votación en contra del líder laborista por parte de sus diputados, lo que ha dejado a los partidos políticos en el limbo.

Los demás factores que llevará más tiempo valorar dependerán en gran medida del resultado y la duración de las negociaciones que tendrán lugar entre los miembros de la Unión Europea y el Reino Unido. En última instancia, los daños podrían ser contenidos si ambas partes se centran en la mejor forma de avanzar rápidamente en lugar de estancarse

en posturas inflexibles. Es probable que se retrase el gasto de capital y la inversión extranjera directa en el Reino Unido, lo que afectará al crecimiento económico, mientras que la posibilidad de que los bancos internacionales y las empresas extranjeras trasladen sus sedes a otras ciudades europeas es otra amenaza que se cierne sobre la economía británica.

LA TENSIÓN EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO

Uno de los riesgos macroeconómicos más importantes procede del sector bancario en Europa. Pese a que el Banco Central Europeo diera una buena inyección de liquidez al mercado con sus Operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO) y la expansión monetaria (QE), crece la preocupación por el capital y el temor al riesgo de contraparte. Los índices bancarios europeos vuelven a caer a las cifras más bajas vividas durante el momento cumbre de la crisis de la eurozona

en 2011 y la capitalización del mercado de los grandes bancos como el Deutsche Bank y Credit Suisse han caído dramáticamente. Con unos 360 mil millones de euros en créditos fallidos (NPL, non-performing loans), el sector bancario italiano está bajo una gran presión y las normas que limitan la ayuda estatal impiden una solución rápida. Se corre el riesgo real de que la crisis bancaria en Italia se extienda al resto de Europa y afecte negativamente a la economía de la zona euro.

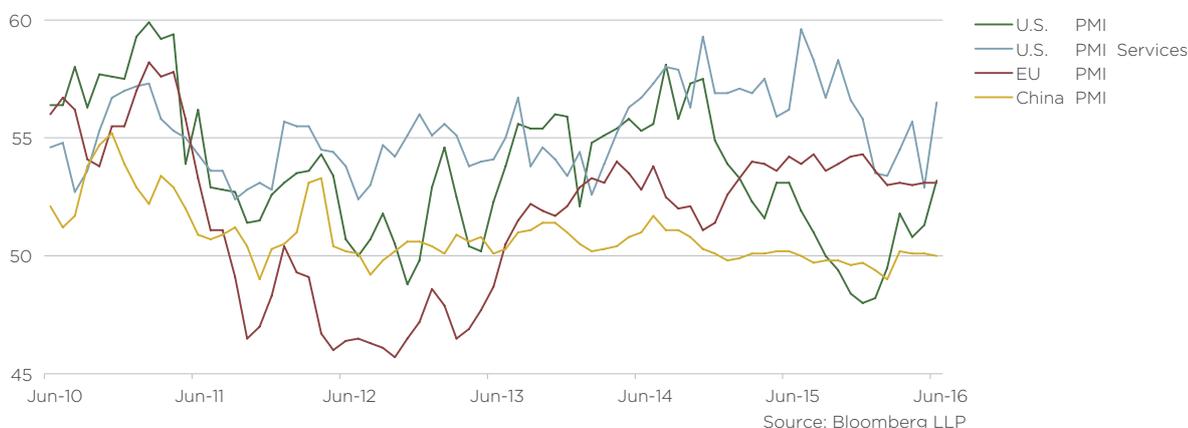
INDICADOR LÍDER

Mejoran los índices PMI estadounidenses.

El panorama empresarial en las principales economías mundiales no ha mejorado mucho en los últimos seis meses según los Índices de gestores de compras (PMI) que vigilamos de cerca. La zona euro sigue creciendo, pero la recuperación ya no se

acelera y los PMI llevan más o menos una evolución lineal desde febrero. Tras la decepción del primer trimestre, la economía estadounidense refleja ahora una tendencia más positiva y los componentes de fabricación y servicios están al alza, lo que indica que las cifras de crecimiento futuro podrían ser más fuertes.

Índices de gestores de compras (PMI)



Esta tabla muestra las tendencias más positivas observadas en Estados Unidos frente a la zona euro y China. El PMI Manufacturero de Estados Unidos ha subido de 48 puntos en diciembre de 2015 a los 53.2 puntos registrados ahora, mientras que la tendencia descendente del PMI Servicios de Estados Unidos en el primer trimestre ha cambiado de trayectoria y ha empezado a subir. El PMI Manufacturero de China sigue reflejando una economía en apuros dado que el índice no ha logrado superar los 50 puntos desde finales de 2014 (un PMI por encima de 50 puntos indica crecimiento).

SITUACIÓN FINANCIERA

EL BCE AMPLÍA SU PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS

El BCE impulsa aún más la expansión monetaria

Los inversores esperaban con ansia la reunión de marzo del BCE. El banco estuvo a la altura de las altas expectativas de los mercados con un recorte de 10 p.b. de la tasa de depósito al -0.4% y una expansión de 20.000 millones de euros de compras mensuales a 80.000 millones. Es más, el banco ha anunciado que los bonos corporativos con grado de inversión figurarán en la lista de activos adecuados

para compras. Por último, en junio de 2016 se lanzará una nueva serie de cuatro operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO II) con vencimiento a cuatro años. La principal consecuencia de estas medidas ha sido un mayor descenso del rendimiento de la deuda soberana y los créditos. Al contrario de cuando el BCE anunció su programa de expansión monetaria en enero de 2015, el euro no logró depreciarse en esta ocasión y subió de 1,118 por USD tras la reunión hasta 1,153 a principios de mayo.

Rendimiento de la deuda soberana europea a 10 años



En el primer semestre de 2016 hemos visto el rendimiento de la deuda europea y soberana estadounidense acentuar su descenso a bajas históricas por la influencia del programa de compras del BCE y la incapacidad de la Reserva Federal de subir los tipos de interés. El rendimiento de los Bund a 10 años está en terreno negativo, mientras que la deuda española e italiana con el mismo vencimiento se negocian por debajo del 1,30%. Tal y como se observa en el gráfico, la tendencia ha sido continuada y aun durante los periodos en que los activos arriesgados prosperaban, el rendimiento no ascendió, lo que refleja la postura precavida de los inversores. El resultado del referéndum británico ha ayudado a la deuda soberana del G-7 al caer el rendimiento hasta 40 p.b. a partir del 23 de junio.

TIPOS DE INTERÉS Y LA INFLACIÓN

TIPOS DE INTERÉS

Un escenario de tipos de interés “más bajos durante más tiempo” por todo el mundo

Los tipos de interés a corto plazo en la mayoría de las grandes economías alcanzan niveles bajos históricos y es probable que sigan así durante mucho tiempo. Aunque la Reserva Federal si decidiera subir los tipos 0.25% en diciembre de 2015, la probabilidad de otra subida es muy remota

a corto plazo. El Banco de Inglaterra sigue muy cauteloso a la luz de la incertidumbre resultante del Brexit y está dispuesto a recortar los tipos y engordar la expansión monetaria para contener el impacto de la inesperada decisión democrática. La previsión de tipos de interés más altos en Japón y en la zona euro parece muy lejana y, en todo caso, el Banco Central Europeo podría ampliar el universo de su programa de compra de activos si se tiene en cuenta la creciente proporción de bonos son fuera del programa ante un rendimiento cada vez más negativo.

Sigue siendo difícil adivinar el rumbo que tomará la política de la Reserva Federal

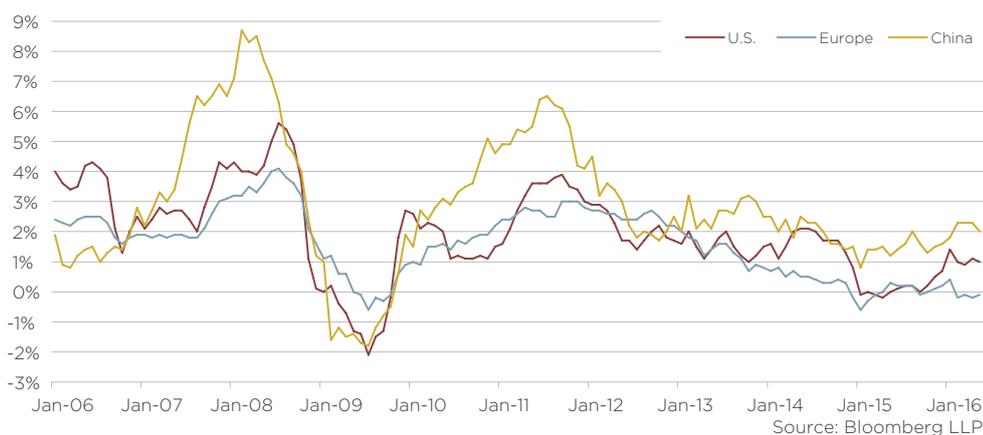
Hacia finales de mayo parecía que la Reserva Federal estaba dispuesta a subir los tipos de interés durante el verano, pero unos resultados laborales muy débiles a principios de junio detonaron el desplome de las expectativas de una subida de los tipos e hizo que la Reserva Federal diera un paso atrás. En este momento, es impensable que la Reserva Federal vaya a anunciar su intención de mover los tipos, especialmente si se tienen en cuenta las posibles repercusiones en los mercados financieros que siguen digiriendo el Brexit. Lo que está claro es que la Reserva Federal seguirá manteniendo una postura prudente ante este panorama.

El Banco de Japón parece estar quedándose sin ideas

A finales de enero, el Banco de Japón sorprendió a los inversores adoptando una estrategia de tipos

de interés negativos para animar a los bancos a que prestaran dinero ante el debilitamiento de la economía. Se introdujo un tipo -0.1% para penalizar el tener demasiado efectivo e impulsar la inflación. Tras una breve caída del yen a raíz de esta decisión, la divisa japonesa se ha ido revalorizando y ha llegado a una paridad de 103 yenes por dólar frente a los 120,2 yenes de finales de 2015. En marzo, el Banco de Japón quitó los tipos de interés negativos aplicados a los fondos de reserva de dinero, lo que demuestra la dificultad de extender su política de tipos negativos. En la reunión de abril, el banco central decidió no añadir más estímulos y esto supuso una gran decepción para los inversores. Por último, la política del Banco de Japón permaneció igual en junio pese a los pésimos resultados de los mercados de renta variable y la fuerte subida del yen. Todo esto nos da la impresión de un banco central que se queda sin medidas para impulsar su economía.

Inflación en todo el mundo



En vista de las enormes intervenciones de los bancos centrales más importantes del mundo, la inflación sigue estando muy por debajo de los niveles buscados. En Europa, la inflación sigue justo por encima del 0% y no ha logrado levantar cabeza desde que puso pie en terreno positivo a finales de 2014. En Estados Unidos la situación no es mucho más alentadora, dado que la tasa general ha estado subiendo y la inflación subyacente (sin alimentación ni energía) está ahora en el 2,2%. En China, la inflación ha remontado algo pero sigue siendo muy modesta en torno al 2%.

Diferenciales crediticios

Spreads de la deuda de mercados emergentes y deuda de alto rendimiento



Los spreads de la deuda de los mercados emergentes y el crédito de alto rendimiento han ensanchado considerablemente en enero y principios de febrero dado que la presión sobre los precios de las materias primas y la aversión de los inversores al riesgo han provocado flujos de salida. La deuda de los mercados emergentes se comportó bien y ha producido fuertes resultados por el rendimiento más bajo de la Tesorería estadounidense, reducción de los spreads, repunte de las divisas y por las escasas expectativas de que la Reserva Federal vaya a subir los tipos.

La recuperación de los precios de la energía y las materias primas en general también ha contribuido a que se recuperen los bonos de alto rendimiento estadounidenses, donde el spread cayó de la máxima del 8.4% en febrero al 5.9% a finales de junio. Los bonos de alto rendimiento europeos siguieron una trayectoria similar a los de Estados

Unidos aunque los spreads no se ampliaron tanto por la menor exposición de esta clase de activo a las materias primas. Hace poco, el sorprendente resultado del referéndum británico se ha traducido en spreads más anchos tal y como refleja el coste de proteger el índice iTraxx Crossover de los impagos (CDS).

EL ENTORNO MACROECONÓMICO/SITUACIÓN FINANCIERA: CONCLUSIONES

Para los bancos centrales más importantes del mundo, los últimos acontecimientos han dificultado aún más su función. La presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, ha admitido que las condiciones actuales impiden que el banco normalice sus tipos de interés, en contra de la previsión generalizada de principios de año. Esto debería contribuir a apoyar los activos de los mercados emergentes, pero no deja al banco central en posición de actuar en caso de una recesión.

Tras la revolución del Brexit, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo estarán sometidos a una gran presión para hacer aún más. Si lo hicieran, el impacto positivo en ciertos activos financieros podría volver a ser más significativo que el impacto en la economía real. Se corre ahora un mayor riesgo de que se repita la experiencia del Banco de Japón que podría haber pasado ya de ser meramente ineficaz a ser contraproducente, con la indeseable revalorización del yen como el ejemplo más notable.

Las dudas e incertidumbre que ha provocado el revuelo del Brexit no ayudarán a la tendencia descendente del crecimiento mundial, especialmente el futuro incierto de las relaciones económicas y financieras entre la Unión Europea y el Reino Unido, la quinta potencia del mundo. Es probable que los niveles de confianza domésticos y empresariales se vean gravemente afectados por el voto a favor de salir de la Unión Europea y se retrasará el gasto de capital en el Reino Unido y la zona euro.

La preocupación por el sector bancario de la zona euro es otro problema importante al que se enfrenta la zona euro en un momento ya difícil de por sí. Una vez más, se ha ido dejando que esta situación empeore y las autoridades luchan ahora por encontrar las medidas más adecuadas para solucionar este problema dentro del riguroso marco de trabajo de las normas europeas. Es probable que esta situación siga arrastrando los mercados financieros durante un tiempo.

La nota positiva la dan los spreads de los créditos que por el momento no muestran indicios de pánico y la deuda de los mercados emergentes resulta ser muy resistente gracias a la convicción de que la Reserva Federal no va a subir los tipos. Al menos en este caso, las políticas monetarias tan acomodaticias de los principales bancos centrales tienen efectos positivos dado que el coste de endeudamiento se mantiene en mínimos históricos.

LOS MERCADOS FINANCIEROS

	CIERRE 2015	MAYO 2016	JUNIO 2016	VA DE MES	2016
RENTA VARIABLE					
S&P 500	2043.9	2097.0	2098.9	+ 0.1%	+ 2.7%
Euro Stoxx 50	3267.5	3063.5	2864.7	- 6.5%	- 12.3%
MSCI EM	794.1	807.5	834.1	+ 3.3%	+ 5.0%
RENTA FIJA					
US Treasuries 10 ans	2.27%	1.85%	1.47%	- 38bps	- 80bps
Bund 10 ans	0.63%	0.14%	- 0.13%	- 27bps	- 76bps
UE BBB	1.75%	1.31%	1.06%	- 25bps	- 69bps
DIVISAS					
EUR/USD	1.086	1.113	1.111	- 0.2%	+ 2.3%
USD/CHF	1.002	0.994	0.976	- 1.8%	- 2.6%
EUR/CHF	1.088	1.107	1.084	- 2.1%	- 0.4%
USD/JPY	120.2	110.7	103.2	- 6.8%	- 14.1%
GBP/USD	1.474	1.448	1.331	- 8.1%	- 9.7%
MAT. PRIMAS					
Índice CRB	176.1	186.2	192.6	+ 3.4%	+ 9.4%
Pétrole, WTI	\$ 37.0	\$ 49.1	\$ 48.3	- 1.6%	+ 30.5%
Or	\$ 1061	\$ 1215	\$ 1322	+ 8.8%	+ 24.6%

LA RENTA VARIABLE EUROPEA Y JAPONESA YA NO RECIBE EL APOYO DE UNA MAYOR EXPANSIÓN MONETARIA. RESULTADOS EXCEPCIONALES DE LA RENTA VARIABLE DE LOS MERCADOS EMERGENTES

Ha sido un semestre lleno de turbulencias para los mercados de renta variable mundiales. El año comenzó con una corrección de los precios de la renta variable significativa cuando la preocupación por el crecimiento mundial, sobre todo el de China, y el desplome de los precios de las materias primas llevó a los inversores a reducir fuertemente su exposición a los activos de riesgo. Esta tendencia duró hasta mediados de febrero cuando un repunte de las materias primas y la desaparición de la preocupación por el crecimiento ayudaron a

impulsar los precios de la renta variable. La renta variable estadounidense se acercó a máximas históricas y la renta variable de los mercados emergentes recuperó el interés* especialmente de inversores internacionales con posiciones infraponderadas. Por el contrario, los mercados de renta variable europea y japonesa no lograron recuperar todas sus pérdidas anteriores por la revalorización de las divisas y el impacto inesperado de la decisión de los votantes británicos a favor de dejar la Unión Europea.

LOS MERCADOS DE LOS BONOS SIGUEN CON EL REPUNTE Y HAY UNA PARTE CADA VEZ MAYOR DEL MERCADO CON RENDIMIENTOS NEGATIVOS

La tendencia de los mercados de bonos ha sido muy persistente dado que los rendimientos han vuelto a bajar a mínimos históricos cuando el rendimiento de los Bonos del Estado estadounidenses y los Bunds alemanes a 10 años cerraron junio al 1,47% y al -0,13% respectivamente, mientras que en junio de 2015 cerraron el mes al 1,85% y 0,14%. Una ampliación del programa de expansión monetaria del BCE y la incapacidad de la Reserva Federal de subir los tipos han contribuido a esos rendimientos más bajos.

Los créditos con grado de inversión mostraron un comportamiento similar, mientras que la tendencia de la deuda de alto rendimiento ha sido más variada. Tras la estabilización de las divisas de los mercados emergentes y de los precios de las materias primas unidas al desplome de las expectativas de unos tipos de interés estadounidenses más altos, la deuda de los mercados emergentes ha obtenido buenos resultados porque los inversores internacionales volvieron a invertir en esa clase de activo.

LA LIBRA ESTERLINA POR LOS SUELOS Y EL YEN POR LAS NUBES

En cuanto a los mercados de divisa, las principales tendencias han sido el repunte de las divisas de los mercados emergentes, pero más aún, la fuerte revalorización del yen japonés frente a la caída en picado de la libra esterlina desde el 24 de junio. La decisión del Banco de Japón de introducir tipos de interés negativos no ha tenido el efecto deseado y los grandes flujos de repatriación han derivado en una subida del 14,1% del

yen frente al dólar estadounidense a finales de junio. La libra esterlina estuvo sometida a cierta presión durante los primeros meses del año, pero la paridad de la libra frente al dólar recuperó todas sus pérdidas cuando subió al 1,50 antes del referéndum del Brexit. Desde entonces ha caído en picado y se negocia actualmente por debajo de 1,30 frente al dólar, es decir, la cifra más baja de los últimos 31 años.

LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS HAN EXPERIMENTADO UN FUERTE REPUNTE

La tendencia bajista de la mayoría de las materias primas se aceleró a principios de 2016. A modo de ejemplo, el precio del barril WTI cayó hasta los 26\$ desde los 37\$ iniciales. Un fuerte repunte ayudó a que el precio del petróleo subiera a más de 51\$ a principios de junio pero los últimos acontecimientos arrastraron el

petróleo a los 47\$. El oro ha sido uno de los activos con mejor rentabilidad este año, dado que una caída de los tipos de interés reales, la fuerte apuesta por los activos seguros y la relajación de los inversores con posiciones infraponderadas han contribuido a una ganancia semestral del 24,5%.

PREVISION DE LOS MERCADOS

Un futuro aún más incierto tras el Brexit

Los bancos centrales más influyentes seguirán esperando añadir a sus políticas ya acomodaticias pese a que los inversores confían cada vez menos en la capacidad de los bancos de influir seriamente en los activos financieros y, en particular, en la economía real. En un momento en que se está rectificando continuamente la previsión económica a la baja, las repercusiones de la votación del Brexit y los grandes problemas que afrontan los sectores bancarios europeos entrañan graves amenazas.

Por el momento preferimos limitar el nivel de riesgo en las carteras

En vista del deterioro de los fundamentales económicos, las previsiones desalentadoras para las empresas en cuanto al crecimiento de sus beneficios y los riesgos políticos agravados, hemos tomado una posición más defensiva para las carteras reduciendo nuestra inversión en renta variable y manteniendo la asignación a efectivo por encima del 10%. También hemos estado engordando nuestra inversión en el espacio alternativo al optar por estrategias de baja volatilidad y no correlacionadas. Esta asignación contribuirá a contener las pérdidas en las carteras durante épocas de tensión y reducir la dependencia de las carteras al rumbo de los mercados para obtener resultados positivos.

INSTRUMENTOS DE DEUDA

Mantenemos la posición infraponderada en instrumentos de deuda por el rendimiento tan poco atractivo

Nuestra exposición infraponderada a los instrumentos de deuda ha sido estable porque el rendimiento tan poco atractivo de muchos bonos hace que sigamos reacios a ampliar nuestras inversiones actuales. La continua caída de los rendimientos de la deuda soberana de los países del G-7 no era nuestro escenario principal pero tampoco tenemos intención de invertir más en esta parte del mercado. Las valoraciones de muchos bonos nos parecen escasas y seguimos prefiriendo el crédito donde los intereses más

elevados amortiguarán parte del daño si los rendimientos volvieran a subir. Es difícil esperar que los rendimientos caigan mucho más que ahora, pero la mayoría de los participantes del mercado, incluidos nosotros, llevamos dándonos batacazos estos últimos años, por lo que miraremos con mucho recelo cualquier tipo de previsión. Nuestras principales exposiciones en el mundo de la renta fija son a los créditos corporativos, los bonos de alto rendimiento, los préstamos y los bonos convertibles. También seguimos invirtiendo en estrategias de crédito flexibles que incluyen la gestión del riesgo de duración y la capacidad de asignar tácticamente capital en los diferentes segmentos de crédito.

RENTA VARIABLE

Nos hemos vuelto más precavidos con la renta variable

Desde principios de año hemos tomado varias medidas tácticas que consisten principalmente en vender futuros sobre índices de renta variable para protegernos de los riesgos de la renta variable. Con respecto a enero, hemos reducido la exposición de las carteras a la renta variable y tenemos ahora una posición infraponderada. Esta asignación infraponderada procede de cubrir toda nuestra exposición a renta variable europea desde principios de junio. Nuestra posición infraponderada actual en esta clase de activo refleja unas previsiones económicas inciertas y valoraciones demasiado

elevadas si se tiene en cuenta las previsiones de ganancias futuras.

Tras un período extenso de resultados decepcionantes, creemos que la renta variable de los mercados emergentes ha mejorado su posición para prosperar, de ahí que decidiéramos invertir en un nuevo fondo en marzo. El acta de la última reunión de la Reserva Federal no ha hecho más que reforzar la opinión de que el banco central estadounidense no podrá justificar fácilmente una subida de los tipos de interés en este panorama y esto favorece los activos de los mercados emergentes.

MERCADO DE DIVISAS

Poca confianza en las paridades más importantes en el mercado de divisas

El dólar ya no recibe el apoyo de las expectativas de una subida de los tipos de interés, pero su estatus como activo seguro, unos datos económicos más optimistas y los rendimientos positivos de los Bonos del Estado estadounidenses y el crédito deberían reforzar su resistencia continuada. Seguimos recomendando la cobertura de cualquier exposición

a la libra esterlina por el momento y nos parece casi imposible prever el comportamiento del yen. No esperamos que el franco suizo se vaya a alejar mucho del nivel actual de 1,08 francos por euro. El SNB seguirá con su política de intervención para evitar una revalorización indeseable del franco frente a la divisa comunitaria. Es más, nos sorprendería que el euro se revalorizara si tenemos en cuenta los fundamentales actuales y la crisis bancaria italiana

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2016

EFFECTIVO (12%)

Sobreponderación

La asignación a efectivo ya estaba por encima de los niveles medios a largo plazo tras nuestra considerable reducción del riesgo a principios de año. El nivel actual del efectivo, algo más bajo, estriba principalmente en la combinación de: la venta de nuestra posición en títulos de alto rendimiento estadounidense en enero, la venta posterior del oro físico y de acciones de minas de oro, la compra de renta variable de mercados emergentes y otros ajustes menores.

INSTRUMENTOS DE DEUDA (26%)

Infraponderación

Con una asignación del 26%, nuestra posición es infraponderada. Nuestra exposición a los bonos con grado de inversión es muy infraponderada ya que nos sigue pareciendo muy poco atractivo el rendimiento de la deuda soberana del G-7. Seguimos invirtiendo en los bonos soberanos y casi-soberanos emitidos por las naciones más solventes y en créditos corporativos denominados en euros.

Tras la venta de nuestra inversión en los bonos de alto rendimiento estadounidenses en enero, mantenemos una exposición neutra a los bonos de alto rendimiento mediante inversiones en bonos de alto rendimiento europeos y préstamos garantizados. Los fundamentales de los bonos de alto rendimiento europeos y los préstamos siguen siendo favorables, especialmente si se tiene en cuenta el programa ampliado de compra de activos del Banco Central Europeo. Estamos considerando invertir en la deuda de mercados emergentes, dado que se han estabilizado las divisas y el rendimiento ofrecido debería compensar los posibles riesgos.

La asignación a "bonos especializados" ha permanecido estable y 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 (42% CON UNA COBERTURA DE RENTA VARIABLE DEL 11%)

Infraponderación

La grave caída de la renta variable a principios de año nos empujó a reducir nuestra inversión en esta clase de activo vendiendo o reduciendo posiciones y vendiendo futuros sobre índices. A continuación deshicimos por completo las coberturas a finales de enero y en marzo iniciamos una nueva posición en un fondo de renta variable de mercados emergentes. Por último, a principios de junio, cubrimos toda nuestra exposición en renta variable europea y británica por los riesgos tan altos que ha acarreado el resultado del referéndum británico. Tras el Brexit, levantamos rápidamente nuestra cobertura en renta variable británica pero hemos mantenido nuestra protección sobre la renta variable europea, de ahí nuestra posición infraponderada actual para esta clase de activo.

Si la previsión para la renta variable europea mejorara a raíz de acuerdos políticos y financieros favorables o si las valoraciones cayeran a niveles más atractivos, consideraríamos levantar parte o toda la cobertura. Estamos más tranquilos con nuestras asignaciones en renta variable estadounidense y de mercados emergentes, mientras que la renta variable japonesa tiene potencial pero sigue acusando gravemente la fuerte revalorización del yen.

MATERIAS PRIMAS (0%)**Infraponderación**

En este momento no tenemos exposición directa a las materias primas porque liquidamos los beneficios de 2016 del 12% y 23% por nuestras inversiones en oro físico y en acciones de minas de oro respectivamente durante el primer trimestre.

FONDOS ALTERNATIVOS (20%)**Sobreponderación**

Hemos ido aumentando nuestra inversión en estrategias alternativas por los rendimientos tan poco atractivos que ofrecen muchos instrumentos de deuda y porque queremos depender menos del rumbo de los mercados para generar resultados positivos. Tenemos posiciones en estrategias Global Macro, arbitraje de volatilidad, CTA, renta variable a largo/corto y fondos de fondos multiestratégicos. Actualmente estamos a punto de abrir una nueva posición en el espacio del arbitraje de fusiones (Merger arbitrage), una estrategia defensiva sin correlación.

TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2016

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

	ASIGNACIÓN	JULIO 2016
DEPÓSITOS A CORTO PLAZO	0 - 20%	12%
INSTRUMENTOS DE DEUDA	15 - 55%	26%
Bonos con grado de inversión	5 - 45%	6%
Bonos de alto rendimiento y de mercados emergentes	0 - 20%	9%
Bonos especializados	0 - 15%	11%
RENTA VARIABLE	20 - 60%	42%*
Mercados desarrollados	15 - 50%	38%**
Mercados emergentes	5 - 30%	4%
MATERIAS PRIMAS	0 - 15%	0%
Oro físico	0 - 5%	0%
Otras materias primas	0 - 10%	0%
FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)	0 - 25%	20%
		100%

* Exposición neta del 31% (11% de cobertura de futuros del índice Euro Stoxx 50)

**Exposición neta del 27% (11% de cobertura de futuros del índice Euro Stoxx 50)

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 inversiones. 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