

FFG

FORUM FINANCE GROUP

1994



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2017
REPASO Y PREVISIÓN SEMESTRAL

JULIO DE 2017

ÍNDICE

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES	1-2
EL ENTORNO MACROECONÓMICO	2-4
SITUACIÓN FINANCIERA	4-7
LOS MERCADOS FINANCIEROS	8-9
PREVISIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	9-10
ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2017	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.

Incrementamos nuestra asignación de renta variable a principios del año

A consecuencia de nuestras perspectivas positivas, tanto macroeconómicas como de renta variable, para 2017, hemos posicionado las carteras de forma dinámica mediante el incremento de la asignación hacia la clase de activos de renta variable. También habíamos expresado nuestra confianza en que los precios de la renta variable deberían estar apoyados por una aceleración del crecimiento global de los beneficios y, hasta la fecha, esto es lo que ha sucedido.

Habíamos reafirmado nuestra firme convicción acerca de los mercados emergentes y nuestra exposición global a la renta variable a comienzos del año estaba bien diversificada entre las diferentes regiones. Desde entonces hemos aumentado la asignación hacia la bolsa europea y también de los mercados emergentes. Los fondos alternativos fueron motivo de preocupación tras la decepcionante rentabilidad registrada en 2016, aunque los diferentes fondos a los que estamos expuestos han mostrado un comportamiento mucho mejor en lo que va de año y han contribuido a la sólida rentabilidad de las carteras.

El crecimiento global no se ha visto afectado por los numerosos acontecimientos políticos y geopolíticos

El crecimiento económico global cuenta con una base amplia y, para variar, ha estado a la altura de las expectativas. Al contrario de lo que sucedió en los años anteriores, las previsiones de crecimiento han mejorado por lo general según aumentaba la confianza y la inversión y el comercio repuntaban desde niveles bajos. En Europa se celebraban una serie de elecciones que podían haber tenido consecuencias negativas para el proyecto europeo, pero los candidatos populistas fueron incapaces de superar a aquellos que se muestran a favor de una

mayor integración europea. La elección de Emmanuel Macron como presidente francés ha dado un impulso a las posibilidades de implantación de reformas decididas en Francia y una unidad más sólida en Europa, especialmente en un momento en que el crecimiento económico en la eurozona ha sorprendido al alza. La administración de Donald Trump sigue copando numerosos titulares pero tiene problemas a la hora de introducir una nueva ley de salud pública y las prometidas reformas encaminadas a promover el crecimiento. Los mercados de renta variable de EE. UU. han demostrado hasta ahora ser resistentes a tales decepciones.

Los principales bancos centrales siguen a la espera de una mayor inflación

Por diversos motivos, las políticas monetarias de la Reserva Federal ("Fed") y del Banco Central Europeo ("BCE") han sido muy divergentes en los últimos años. Mientras que el BCE sigue siendo extremadamente acomodaticio, la Fed ha adoptado una línea más dura con la aceleración del ritmo de subidas de tipos de interés y el anuncio de un plan para iniciar la reducción de su balance. Sin embargo, ambos bancos coinciden plenamente en una cosa: la falta de una inflación persistente, que es uno de los últimos indicadores que realmente ha retomado un nuevo impulso en los últimos años. En esta fase, la Fed parece estar más segura de que la inflación se irá acercando en última instancia a su objetivo a medida que las presiones salariales por fin se traduzcan en una subida de los precios, de ahí su confianza en su capacidad para emprender una normalización de la política. Por su parte, el BCE se sigue mostrando cauto, a pesar de una reducción significativa de los riesgos políticos y las sólidas tendencias económicas. Las cifras de inflación se seguirán observando de cerca durante el segundo semestre del año para ayudar a determinar el rumbo probable de las futuras políticas monetarias.

De momento seguimos favorable al riesgo accionista

El favorable entorno macroeconómico global y la perspectiva de sólidos beneficios empresariales nos llevan a seguir favorable al riesgo accionista con una

asignación sobreponderada como principal impulsor de la rentabilidad de la cartera. A pesar de la constante preocupación acerca de las valoraciones elevadas de la mayoría de las clases de activos, a raíz de las políticas monetarias sin precedentes, pensamos que todavía es demasiado pronto para adoptar un enfoque prudente. Los precios de la renta variable están siendo apoyados en última instancia por una aceleración del crecimiento de los beneficios y ya no simplemente por la aportación de una liquidez masiva y la expectativa de un sólido crecimiento. Por último, los mercados no muestran

todavía las señales de euforia que suelen caracterizar el final de un mercado alcista, de ahí nuestra exposición sobreponderada a la renta variable.

En el apartado siguiente de este documento examinaremos el entorno macroeconómico y las condiciones financieras predominantes, resaltando varios indicadores clave que observamos. Tras un breve resumen de los beneficios de las diferentes clases de activos en el primer semestre, describiremos nuestras perspectivas para el mercado y la asignación de activos.

EL ENTORNO MACROECONÓMICO

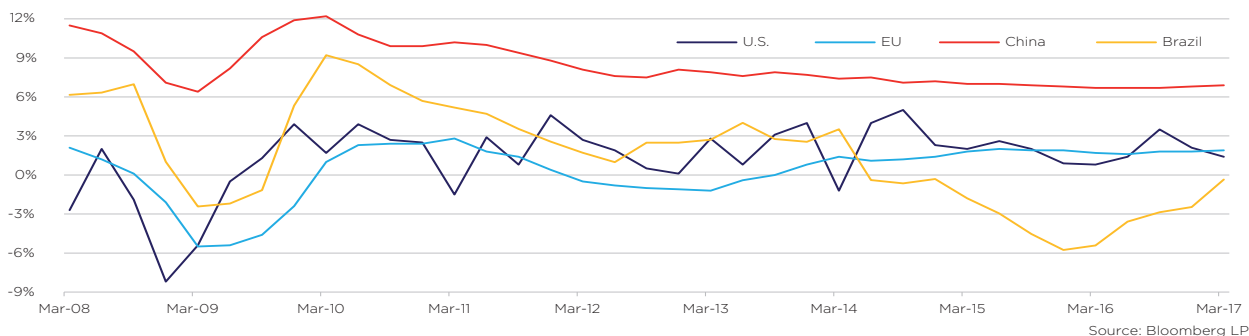
CRECIMIENTO ECONÓMICO GLOBAL

El crecimiento económico cuenta con una base amplia y se espera que mejore moderadamente

La actividad económica global se aceleró en el primer semestre de 2017 y, al contrario de lo que sucedió en años anteriores, las expectativas de crecimiento futuro no se han reducido. Tanto la OCDE como el FMI prevén un crecimiento global del 3,5 % para este año y del 3,6 % para 2018, frente al 3 % observado en 2016. El crecimiento ha sido mucho más sincronizado en las diversas regiones y la recuperación de la actividad industrial ha coincidido con un repunte del comercio global, tras dos años de notable debilidad. El Banco Mundial prevé que el volumen del comercio mundial se incremente un 4 % este año

frente a tan solo el 2,5 % en 2016, a pesar de la creciente incertidumbre en torno a la política comercial tras la elección de Donald Trump. La inversión ha sido otra área de mejora como consecuencia de los mayores niveles de confianza y las condiciones comerciales más favorables. Por lo general, los indicadores de confianza han apuntado a una actividad muy sólida, pero pueden haberse sobreestimado y, en EE. UU. en concreto, parecen haber alcanzado su nivel máximo. La continuación de la actual debilidad de los precios de las materias primas, los cambios considerables en las políticas comerciales y la falta de avances en las políticas estadounidenses destinadas a promover el crecimiento son los riesgos más evidentes a los que se enfrenta el optimismo predominante.

Crecimiento del PIB



Una vez más, la economía de EE. UU. ha mostrado signos de debilidad en el primer semestre (PIB del 1,4 % anualizado), pero se espera que mejore en los próximos

trimestres a pesar de las menores expectativas en relación con las bajadas de impuestos y el gasto en infraestructuras. En la eurozona, la actividad económica

ha sido más sólida de lo previsto y esta tendencia parece ser robusta. En las grandes economías emergentes, aunque el ritmo de crecimiento sigue descendiendo

gradualmente en China, se han observado recuperaciones significativas en países como Brasil y Rusia.

UN ENTORNO POSITIVO PARA LA ECONOMÍA DE LA EUROZONA... EN MENOR MEDIDA PARA EL REINO UNIDO

A principios de 2017, la eurozona se enfrentaba a un elevado nivel de incertidumbre política debido a las elecciones generales de la primavera en los Países Bajos y en Francia, mientras que los votantes alemanes también acudirán a las urnas más adelante este año. En pocas palabras, los partidos populistas han sido incapaces de derrocar a los partidos pro-europeos y, en momentos en que la actividad económica ya mostraba una tendencia al alza, estos resultados han suscitado una mayor confianza hacia la eurozona. El deslumbrante ascenso de Emmanuel Macron como nuevo presidente francés también ha tenido como resultado una aplastante mayoría legislativa para su joven partido, "La République en Marche!". Esto debería proporcionarle una plataforma para introducir reformas muy necesarias en Francia y al mismo tiempo aportar un nuevo impulso al proyecto europeo junto con su principal aliado, Alemania. Para los mercados financieros, este acontecimiento político ha estimulado la percepción de los inversores extranjeros hacia la región y se ha traducido en una fuerte demanda de activos europeos, sobre todo renta variable, la moneda común y la deuda soberana de los países periféricos.

Por su parte, en el Reino Unido el camino hacia el Brexit se ha seguido complicando. La decisión de la Primera Ministra Theresa May de convocar una elección general anticipada con el fin de obtener un mandato claro para negociar el Brexit produjo un dramático efecto indeseado, ya que su partido perdió la mayoría absoluta. Un año después de que el Reino Unido decidiese abandonar la Unión Europea, la posición negociadora británica sigue siendo incierta y los planes iniciales de May de una ruptura clara con el mercado único y la unión aduanera están sumidos en el caos. En este momento sigue siendo imposible pronosticar qué tipo de acuerdo se alcanzará y cual será la futura relación entre el Reino Unido y la Unión Europea. Desde un punto de vista económico se espera una ralentización del crecimiento del Reino Unido, ya que es probable que el consumo privado se vea afectado por la reducción de la renta real. La situación actual también se suma a la incertidumbre para los bancos y las empresas del Reino Unido que esperan poder seguir teniendo acceso al mercado único de la UE para sus bienes y servicios.

EL FMI RECORTA SUS PERSPECTIVAS PARA EE. UU.

En contraposición al optimismo observado en las economías europeas y de los mercados emergentes, la economía estadounidense ha perdido algo de dinamismo y ha sido incapaz de reflejar los elevados niveles de confianza de los consumidores y las empresas tras la elección de Donald Trump. Los indicadores de confianza habían sido impulsados por las promesas de la campaña electoral de sustituir Obamacare, rebajar los impuestos, incrementar los gastos en infraestructuras y aligerar la regulación. Hasta ahora, los esfuerzos de la administración Trump por conseguir avances significativos han moderado las perspectivas de crecimiento de EE. UU. y es muy poco probable que alcance el objetivo del 3 % fijado por Trump. El

Fondo Monetario Internacional ha reducido recientemente sus perspectivas de crecimiento para EE. UU. hasta el 2,1 % desde su previsión del 2,3 % de abril, sin descontar los efectos de las posibles reformas fiscales. El FMI ha señalado que "EE. UU. está experimentando dificultades a la hora de adaptarse a tendencias tales como los cambios en el mercado laboral como consecuencia de la introducción de tecnología, el bajo crecimiento de la productividad y el envejecimiento de la población". En principal impacto de este cambio en expectativas se ha dejado notar en el dólar estadounidense y en el rendimiento de los valores del Tesoro que, hasta hace poco, han experimentado sistemáticamente una tendencia a la baja este año.

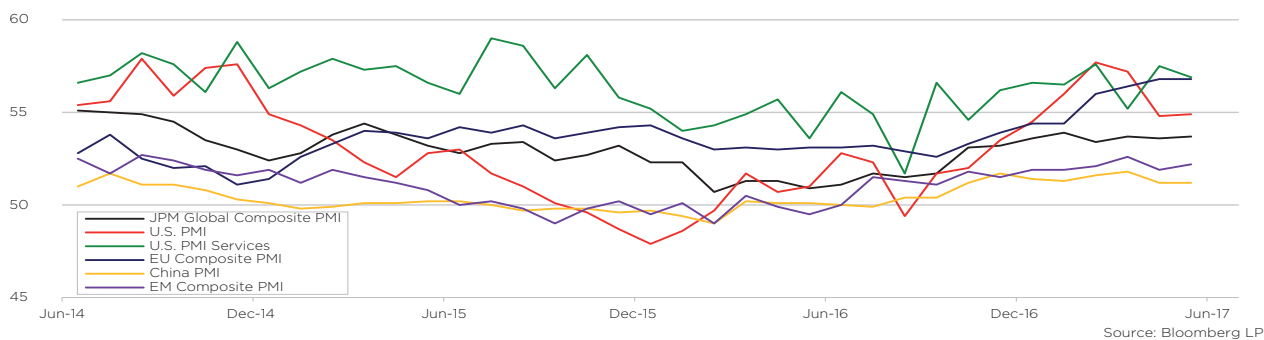
INDICADOR AVANZADO

La eurozona lidera el mundo desarrollado

El crecimiento económico global ha mantenido su fuerte impulso durante los últimos seis meses, según los índices de gestores de compras (PMI), que se siguen muy de cerca, si bien las lecturas más recientes se han reducido con respecto a sus niveles máximos registrados a comienzos del año. La eurozona ha sido la

región más destacada de las cuatro mayores economías desarrolladas y el crecimiento podría muy bien seguir sorprendiendo al alza, mientras que la economía estadounidense ha crecido a un ritmo más lento que a finales del año pasado. Otro acontecimiento clave ha sido la recuperación de los mercados emergentes, cuyo crecimiento global se ha acelerado por primera vez en seis años.

Índices de gestores de compras (PMI)



El gráfico anterior muestra que la tendencia más fuerte se ha observado en el PMI de la eurozona, ya que ha registrado su mejor trimestre en seis años, aunque la lectura más reciente ha descendido algo desde mayo. El PMI de los mercados emergentes alcanzó 52,6 en marzo, el nivel máximo en 31

meses, tras mostrar una recuperación significativa desde la situación de casi estancamiento registrada un año antes. La economía estadounidense cerró el segundo trimestre a un nivel más bajo pero se espera que los datos oficiales del PIB aumenten tras un inicio de año débil.

SITUACIÓN FINANCIERA

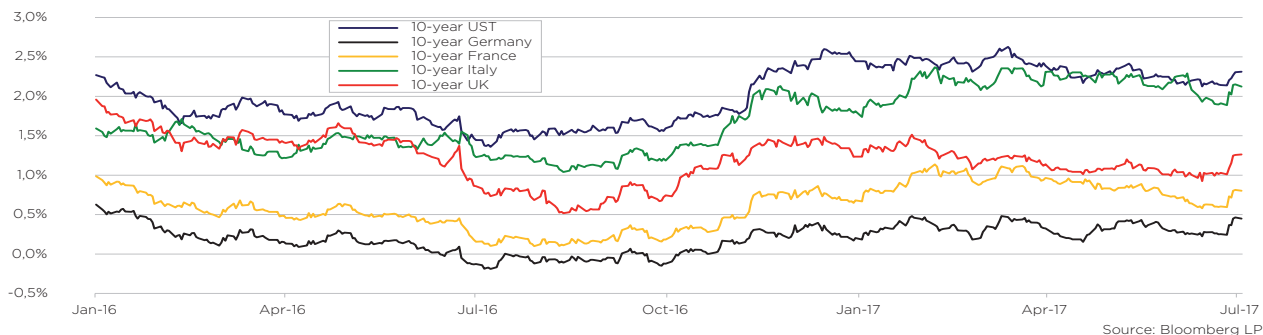
¿EL FINAL DE UN CICLO MONETARIO?

El BCE se prepara para ajustar su política

Si bien las políticas monetarias de los principales bancos centrales siguen siendo muy acomodaticias, hay una sensación de que nos acercamos a un punto de inflexión en el que el ciclo monetario finalmente entrará en una fase de normalización. La Reserva Federal está marcando la tendencia, reflejando la fase más avanzada de su economía en el ciclo de crédito. Como consecuencia de la sólida actividad económica y la reducción de los riesgos políticos, el BCE ha empezado a insinuar con cautela que se acerca

el momento de eliminar gradualmente parte de su conjunto de políticas extremadamente acomodaticias. El Presidente del BCE Mario Draghi ha expresado una mayor confianza en la recuperación de la eurozona y ha manifestado que los factores que lastran la inflación eran temporales. Aunque es probable que los tipos de interés a corto plazo sigan en territorio negativo durante algún tiempo, el conjunto de los mercados espera un anuncio de una reducción del volumen de compras de activos en septiembre.

El rendimiento de los bonos se ha mantenido bajo... pero debería cerrar el año a niveles más altos



Tras un incremento a principios de año, los rendimientos de la deuda soberana del G-7 han mostrado una tendencia a la baja a medida que las expectativas de inflación se reducían gradualmente. A pesar de la línea más dura de la Reserva Federal y la mejora de la dinámica en la eurozona, los rendimientos de los bonos del Estado no han aumentado en gran medida, aunque subieron hacia finales de junio tras los comentarios menos conciliadores del Presidente del BCE Mario Draghi y del Gobernador del Banco de Inglaterra Mark Carney. Los

menores rendimientos de la deuda francesa y europea periférica se pueden explicar por la desaparición de los riesgos políticos y un mayor apetito por los activos europeos, si bien los rendimientos de los valores del Tesoro y los Bunds a largo plazo reflejan la cautela de los inversores. Esto contrasta con el mayor grado de optimismo expresado en los mercados de renta variable y también con la desconfianza hacia la convicción de la Fed de que la reciente caída de la inflación es temporal y reversible.

TIPOS DE INTERÉS Y LA INFLACIÓN

TIPOS DE INTERÉS

Bajas expectativas en relación con una subida de los tipos de interés de referencia

Con la excepción de EE. UU., donde el tipo de interés de referencia ha subido cuatro veces hasta un rango de 1-1,25 %, los tipos de interés a corto plazo en la mayoría de las principales economías se han mantenido a niveles mínimos. En este momento, sus bancos centrales siguen pareciendo muy reacios a subirlos, aunque los discursos recientes se han interpretado como más de línea dura. Si bien el BCE parece inclinarse cada vez más hacia una posición algo menos acomodaticia, no se espera un alza inicial de su actual tasa de depósito negativa del -0,4 % antes del segundo trimestre de 2018, como muy pronto. El Banco de Inglaterra se encuentra en una situación más complicada a medida que intenta equilibrar los riesgos de una inflación más alta con una ralentización prevista del crecimiento; tan solo una semana después de afirmar que era prematuro hablar de una subida inminente de los tipos de interés, el Gobernador del Banco de

Inglaterra Mark Carney ha admitido que podrá ser necesaria alguna eliminación de estímulos. Por último, el Banco de Japón sigue plenamente comprometido con su política extremadamente acomodaticia y no se prevén cambios.

La Fed parece dispuesta a normalizar su política

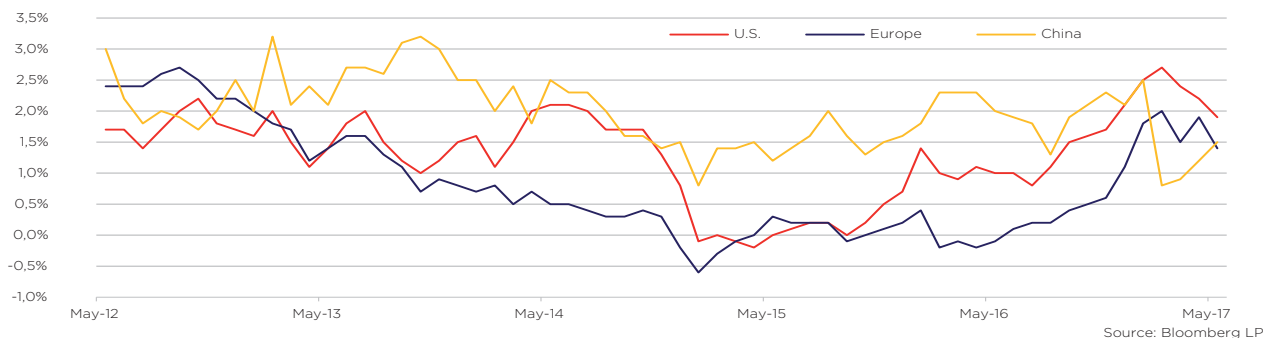
La Reserva Federal se ha distanciado de su planteamiento extremadamente cauto respecto de la normalización de la política y ha mostrado una postura más enérgica durante el primer semestre del año. Tras las subidas de tipos de 2015 y 2016, el banco central ha acelerado el ritmo de sus alzas elevando los tipos dos veces este año y afirmando su compromiso con futuros aumentos. Sin embargo, los mercados financieros se muestran escépticos acerca de la capacidad del banco para endurecer los tipos de nuevo en 2017 debido a la aparente ausencia de presiones inflacionistas. El banco central también ha anunciado un plan detallado de la manera en que tiene previsto implantar el endurecimiento de la expansión monetaria, empezando por reducir gradualmente su balance.

El Banco de Japón mantendrá una postura muy acomodaticia

En comparación con los demás bancos centrales, el Banco de Japón todavía no ha indicado hasta ahora que esté considerando alguna forma de reducción del

volumen de compras de activos en este momento y sigue plenamente comprometido con su programa de expansión monetaria, incluido el tope para los rendimientos de los bonos del Estado a 10 años a un nivel de alrededor del 0 %.

Inflación en todo el mundo

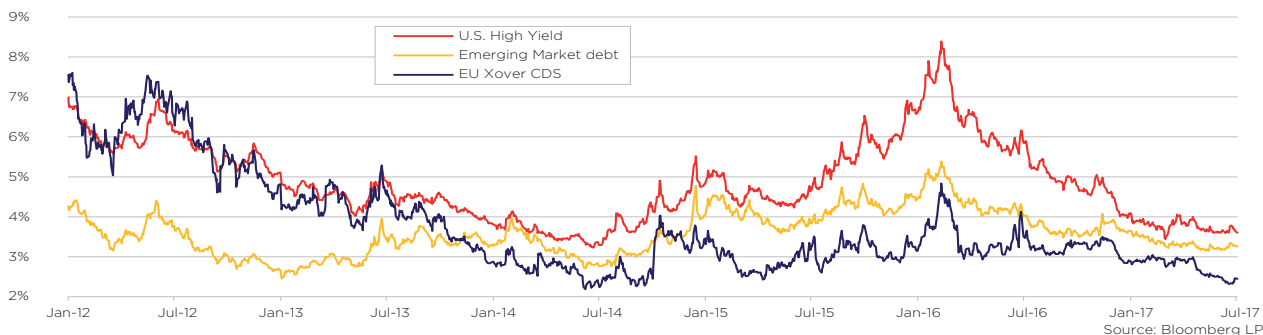


Tras un periodo en el que los niveles de inflación al final se iban aproximando a los objetivos de los bancos centrales, los datos más recientes han sido decepcionantes. El efecto del mayor precio del petróleo desde sus niveles mínimos en 2016 ya ha finalizado y, en EE. UU., las presiones de los mercados laborales restringidos todavía no son patentes. El indicador preferido de la Reserva

Federal, el Atlanta Fed's Wage Growth Tracker, ha subido entre un 3,5 % y un 4 % durante los seis últimos meses y el banco sigue considerando que con el tiempo el crecimiento de los salarios impulsará los precios al alza. El BCE también ha afirmado que los factores que lastran la inflación son principalmente factores temporales que el banco por lo general puede revisar.

SPREADS DE LOS BONOS

Deuda de los mercados emergentes y spreads de los bonos de alto rendimiento



Los spreads de los bonos de los mercados emergentes respecto de los títulos del Tesoro estadounidense y el crédito en relación con su respectiva deuda soberana se han estrechado más en el primer semestre del año. Los spreads de crédito se han beneficiado de un entono

de mayor crecimiento económico, sólidos fundamentos crediticios, especialmente en Europa, y bajas expectativas de tasas de morosidad. Los ratios de cobertura de interés son también sólidos. Aunque los spreads son estrechos en comparación con los

promedios históricos, no se encuentran todavía en los mínimos históricos de 2007; no esperamos que se produzca un estrechamiento mucho mayor respecto de los niveles actuales, pero la clase de activo debería mantenerse bien ofertada. La deuda de los mercados emergentes también se ha comportado bien debido

a las fuertes entradas internacionales, a medida que los activos de los mercados emergentes se benefician de una recuperación económica y de condiciones favorables relacionadas con el dólar y los tipos de interés en EE. UU.

EL ENTORNO MACROECONÓMICO/SITUACIÓN FINANCIERA: CONCLUSIONES

Los principales bancos centrales parecen darse cuenta de que se acerca el momento de empezar a eliminar algunos de sus estímulos monetarios y los inversores han reaccionado recientemente incrementando los rendimientos de la deuda pública. Sin embargo, los bancos centrales tendrán mucho cuidado para evitar crear perturbaciones en los mercados financieros. Serán especialmente cuidadosos tras un periodo prolongado en el que los mercados de capitales se han acostumbrado a políticas monetarias ultralaxas.

Las condiciones financieras son muy favorables, ya que el crédito y la deuda de los mercados emergentes se benefician de fundamentos sólidos y expectativas favorables con respecto a las tasas de morosidad. Las empresas pueden acceder fácilmente a refinanciación en condiciones favorables y el crecimiento del crédito también muestra una tendencia al alza. Existe además

una mayor confianza en relación con el estado del sector bancario en Europa, donde se están aplicando soluciones para resolver los problemas de bancos fallidos, especialmente en Italia.

Un ciclo de crecimiento global sincronizado con niveles optimistas de confianza de las empresas y los consumidores ofrece un buen telón de fondo para la economía. Es demasiado pronto para prever una recesión y el optimismo recuperado en Europa, junto con la recuperación en los mercados emergentes, están contribuyendo a una economía global más equilibrada. Por una vez hay algunas crecientes dudas acerca de la actividad en EE. UU. a medida que avanza por el ciclo económico y se enfrenta a una considerable incertidumbre en relación con la implantación de las anunciadas reformas destinadas a promover el crecimiento.

LOS MERCADOS FINANCIEROS

	Cierre 2016	Mayo 2017	Junio 2017	Va de mes	2017
RENTA VARIABLE					
S&P 500	2238.8	2411.8	2423.4	+ 0.5%	+ 8.2%
Euro Stoxx 50	3290.5	3554.6	3441.9	- 3.2%	+ 4.6%
MSCI EM	862.3	1005.3	1010.8	+ 0.5%	+ 17.2%
RENDIMIENTOS					
UST 10 años	2.44%	2.20%	2.31%	+ 11bps	- 13bps
Bund 10 años	0.20%	0.30%	0.47%	+ 17bps	+ 27bps
UE BBB	1.30%	1.40%	1.56%	+ 16bps	+ 26bps
DIVISAS					
EUR/USD	1.052	1.124	1.143	+ 1.7%	+ 8.7%
USD/CHF	1.019	0.968	0.958	- 1.0%	- 6.0%
EUR/CHF	1.072	1.088	1.095	+ 0.6%	+ 2.1%
USD/JPY	116.9	110.8	112.4	+ 1.4%	- 3.8%
GBP/USD	1.234	1.289	1.303	+ 1.1%	+ 5.6%
MAT. PRIMAS					
Índice CRB	192.5	179.8	174.8	- 2.8%	- 9.2%
Petróleo, WTI	\$ 53.7	\$ 48.3	\$ 46.0	- 4.8%	- 14.3%
Oro	\$ 1152	\$ 1269	\$ 1242	- 2.1%	+ 7.8%

Un entorno favorable para los mercados de renta variable

El primer semestre de 2017 ha sido un periodo muy favorable para los mercados globales de renta variable, hecho que se refleja en la subida del 7 % del MSCI World Index en divisas locales. Los mercados emergentes han tenido mejor rendimiento, ya que no se han materializado los temores de tipos de interés más altos, un dólar más fuerte y el proteccionismo en EE. UU. En cambio, los inversores internacionales se han visto atraídos por las valuaciones más baratas de la renta variable de los mercados emergentes y por las perspectivas positivas de beneficios empresariales. A pesar de un comienzo lento, la renta variable europea se ha comportado bien desde entonces, como consecuencia de la fuerte actividad económica, la reducción de los riesgos políticos y beneficios empresariales mejores de lo esperado. Por su parte, la renta variable en EE. UU. ha alcanzado máximos históricos, si bien bajo el liderazgo de un número limitado de grandes empresas tecnológicas, y hasta ahora el

mercado bursátil ha mirado más allá de las decepciones políticas, ya que las denominadas "transacciones Trump" han sido eliminadas en gran parte.

Los mercados de bonos han resistido mejor de lo esperado

La opinión consensual del mercado de que los rendimientos de los bonos probablemente seguirían subiendo se ha visto desmentida una vez más por la acción de los mercados. Aunque los rendimientos de la principal deuda soberana europea han subido debido al impulso positivo de la economía de la eurozona y la desaparición del riesgo político, los rendimientos de los valores del Tesoro a 10 años han caído un 0,13 % hasta 2,31 %, a pesar de la decisión de la Fed de subir los tipos de interés en marzo y junio. Las decrecientes expectativas de inflación, las mayores dudas de que la administración Trump introduzca políticas destinadas a promover el crecimiento y el escepticismo del mercado acerca de la capacidad de la Fed para subir más los

tipos han contribuido a reducir los rendimientos. Los segmentos del crédito y de la deuda de los mercados emergentes han tenido un buen comportamiento, a medida que los inversores siguen buscando activos que todavía generen ganancias.

El dólar se ha debilitado mientras que el euro se ha beneficiado de una confianza recuperada

En los mercados de divisas, las tendencias principales han sido la debilidad del dólar y el superior rendimiento general del euro. La fortaleza del dólar a finales de 2016, a raíz de la elección de Donald Trump, se interrumpió en 2017 y las grandes posiciones largas en dólares se han cancelado gradualmente. Los menores rendimientos de los valores del Tesoro y la falta de avances en las reformas de la política son las principales razones que explican esta inversión de tendencia. Al mismo tiempo, el euro ha recuperado la confianza de los inversores debido al crecimiento económico más sólido de lo esperado en la eurozona y al resultado positivo de las elecciones de alto riesgo en los Países Bajos y Francia.

Por último, la libra esterlina ha sido una de las divisas más volátiles; ha seguido estando afectada por las negociaciones del Brexit y por el resultado de la elección general en el Reino Unido en la que el partido de la Primera Ministra Theresa May perdió inesperadamente su mayoría absoluta.

Los precios de las materias primas han estado bajo presión

Desde finales de febrero, los precios de la mayoría de las materias primas han caído. A pesar de la depreciación del dólar, un factor que históricamente ha sido favorable, el primer semestre ha sido un periodo difícil para las materias primas, en particular para los exportadores de petróleo. El precio del barril de crudo WTI cayó más de un 15 % desde su nivel a comienzos de año, a pesar de una decisión de miembros y no miembros de la OPEC de prolongar los recortes en la producción de petróleo hasta marzo de 2018. En cambio, el oro se ha apreciado cerca del 8 % como consecuencia de los bajos tipos de interés reales y el impacto de un dólar más débil.

PREVISIÓN DE LOS MERCADOS

El entorno económico es propicio para los activos de riesgo

El entorno macroeconómico sigue mejorando gradualmente, en forma de crecimiento global sincronizado y menores riesgos políticos en Europa. A pesar de la decepción relativa al ritmo de las reformas destinadas a promover el crecimiento en EE. UU., el impulso positivo en Europa, Japón y la mayoría de los países emergentes, además de los sólidos beneficios empresariales, proporcionan condiciones favorables para los activos de riesgo. Aunque la Reserva Federal ha subido los tipos de interés dos veces en 2017 y ya ha anunciado planes para reducir su balance, el endurecimiento de su política monetaria debe considerarse muy gradual. El BCE también será muy cuidadoso en vista de la eliminación de parte de su política extremadamente acomodaticia.

Mantenemos una asignación dinámica de activos

Sólidos fundamentos económicos, sólido crecimiento de beneficios, inflación contenida, políticas monetarias aún cómodas y baja volatilidad favorecen un posicionamiento de riesgo bajo de las carteras. A pesar de las preocupaciones continuadas acerca de las valoraciones dilatadas de la mayoría de las clases de activos a raíz de las políticas monetarias sin precedentes, pensamos que es demasiado temprano para ser precavidos. Los precios de la renta variable están siendo favorecidos finalmente por mayores beneficios y no únicamente por la aportación de una liquidez masiva y la previsión de un mayor crecimiento global. La aportación positiva en lo que va de año de los fondos alternativos también es tranquilizadora. Se puede atribuir en parte a una vuelta gradual a un entorno en el que los factores fundamentales tienen prioridad sobre intentar pronosticar el resultado de acontecimientos binarios.

INSTRUMENTOS DE DEUDA

Mantenemos la posición infraponderada en instrumentos de deuda y esperamos que los rendimientos aumenten gradualmente

Nuestro escenario principal es que los rendimientos de deuda soberana del G-7 finalicen 2017 a niveles más altos que los actuales, a medida que la Reserva Federal y el Banco Central Europeo empiecen a cancelar, o al menos se comprometan a eliminar, algunas de sus políticas ultraacomodaticias. Sin duda, habríamos esperado que los rendimientos de los bonos ya se hubiesen incrementado ahora, pero pensamos que los mercados podrían subestimar

la inflación futura y la voluntad de la Fed de acordar nuevas subidas e iniciar el proceso de normalización del balance. Consideramos que la renta variable y también los fondos alternativos ofrecen mejores perspectivas de rendimiento, de ahí nuestra exposición infraponderada a los instrumentos de deuda. Nuestras exposiciones principales en el espacio de la renta fija son el crédito a empresas, los bonos de alto rendimiento, los préstamos y los bonos convertibles. También seguimos expuestos a estrategias de crédito flexibles, que incluyen la gestión de la duración del riesgo y la capacidad para asignar capital tácticamente a través de diversos segmentos de crédito.

RENTA VARIABLE

Nuestras perspectivas acerca de la clase de activos de renta variable son positivas

Nuestra asignación de renta variable se incrementó a principios del año y mantenemos una posición sobreponderada. La clase de activo debería seguir favorecida por un entorno macroeconómico positivo, condiciones financieras propicias y el sólido crecimiento de los beneficios empresariales. Estamos de acuerdo en que las valoraciones no se pueden considerar particularmente baratas, pero tampoco son excesivas y siguen pareciendo mucho más atractivas que las de los instrumentos de deuda. Asimismo, los mercados de capitales siguen sin dar las señales de euforia que suelen caracterizar el final de un mercado alcista.

Según nuestra opinión, el mayor grado de confianza de los inversores en la renta variable europea está plenamente justificado y los flujos internacionales deberían aportar un apoyo adicional. Los riesgos políticos han disminuido significativamente y las empresas parecen más dispuestas a aumentar la inversión empresarial y también a intentar incrementar los precios de producción; estos factores deberían beneficiar al precio de la renta variable. La renta variable de los mercados emergentes ha ofrecido mayor rendimiento desde principios del año y seguimos viendo buen valor en este segmento del mercado. También consideramos que las perspectivas para el mercado japonés son favorables; los cambios estructurales del gobierno corporativo y la mayor rentabilidad de las empresas japonesas son tan solo dos de los numerosos factores que deberían contribuir a mantener los precios de la renta variable más altos.

MERCADO DE DIVISAS

Esperamos que la volatilidad en el mercado de divisas sea contenida

El enorme distanciamiento respecto de un posicionamiento de mercado extremadamente largo en el dólar probablemente reduce el riesgo de una depreciación adicional, en particular frente al euro. Un repunte de las expectativas de inflación podría añadir credibilidad a la postura de la Reserva Federal y

traducirse en un segundo semestre más estable para el dólar estadounidense. Seguimos recomendando evitar el riesgo de la libra esterlina y esperamos que se consolide la paridad USD/JPY. Para el franco suizo prevemos un cierto debilitamiento desde el nivel actual de 1,095 francos por euro debido al nivel de confianza mucho mayor en la divisa europea y los anuncios previstos sobre la política del BCE.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2017

EFFECTIVO (6 %)

Neutra

La asignación a efectivo se encuentra cerca de su nivel a comienzos de año. Puesto que añadimos más riesgo de renta variable a las carteras durante la primera parte del año, la exposición al efectivo disminuyó rápidamente por debajo del 3 %. La exposición actual debe considerarse una posición neutra.

INSTRUMENTOS DE DEUDA (27 %)

Infraponderación

Con una asignación total del 27 %, seguimos estando muy infraponderados. Nuestra exposición a bonos con grado de inversión se ha incrementado moderadamente antes del periodo veraniego, lo que tiende a ser más volátil para los activos de riesgo. Nuestro escenario principal es que los rendimientos de la deuda soberana del G-7 aumenten gradualmente y nuestras principales posiciones se encuentran en bonos soberanos y cuasi-soberanos emitidos por las naciones más solventes y también en crédito a empresas denominado en euros.

Nuestra asignación a bonos de alto rendimiento es neutra y se lleva a cabo a través de inversiones en préstamos preferentes garantizados, bonos europeos de alto rendimiento así como un fondo de alto rendimiento con fecha de vencimiento. Consideramos que los fundamentos de los bonos europeos de alto rendimiento y los préstamos son favorables, aunque no esperamos que los spreads se estrechen demasiado a partir de los niveles actuales.

La asignación de "bonos especializados" está sobreponderada y se ha mantenido estable en torno al 10 %. Está integrada por bonos convertibles y estrategias de renta fija ilimitadas que no están vinculadas a un índice de referencia y cuyo riesgo de duración se gestiona de manera activa.

RENTA VARIABLE (51 %)

Sobreponderación

A principios del año incrementamos rápidamente nuestra exposición a la renta variable. Iniciamos nuevas posiciones

en mercados fronterizos, bancos europeos y empresas estadounidenses de pequeña capitalización. Durante el primer semestre también incrementamos nuestra asignación regional a renta variable europea en previsión de entradas internacionales en vista de la disminución de los riesgos políticos. Al contrario que el año pasado, decidimos no cubrir ninguna de nuestras asignaciones de renta variable antes de las elecciones celebradas en los Países Bajos, Francia y el Reino Unido. Esto ha contribuido de manera positiva al rendimiento de las carteras, ya que los resultados de las elecciones holandesas y francesas fueron muy bien recibidos por los mercados.

Nuestra asignación a la renta variable está sobreponderada, ya que pensamos que el entorno actual sigue siendo favorable para esta clase de activo. Nuestra exposición regional está bien diversificada, con preferencia por Europa, Japón y los mercados emergentes.

MATERIAS PRIMAS (0%)

Infraponderación

Seguimos evitando toda inversión directa en el espacio de las materias primas. Pensamos que la imagen de conjunto de la demanda/oferta no ofrece un contexto favorable para las perspectivas generales de precios de la mayoría de las materias primas.

FONDOS ALTERNATIVOS (16%)

Sobreponderación

La asignación a las estrategias alternativas ha demostrado por ahora ser mucho más provechosa que en 2016. Pensamos que los vientos adversos para una serie de estrategias se están atenuando, incluido el impacto de la flexibilización cuantitativa de los bancos centrales, una serie de acontecimientos políticos binarios y una reducida dispersión de los rendimientos de la renta variable. Por tanto, mantenemos nuestra asignación sobreponderada a los fondos alternativos y mantenemos posiciones en Macro Global, arbitraje de volatilidad, CTA, Fusiones y Arbitraje y renta variable a corto y medio plazo.

TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2017

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

	ASIGNACIÓN	JULIO 2017
DEPÓSITOS A CORTO PLAZO	0 - 20%	6%
INSTRUMENTOS DE DEUDA	15 - 55%	27%
Bonos con grado de inversión	5 - 45%	8%
Bonos de alto rendimiento y de mercados emergentes	0 - 20%	9%
Bonos especializados	0 - 15%	10%
RENTA VARIABLE	20 - 60%	51%
Mercados desarrollados	15 - 50%	46%
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%	16%
		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 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