

FFG

FORUM FINANCE GROUP

1994



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2018
REPASO Y PREVISIÓN SEMESTRAL

JULIO DE 2018

ÍNDICE

| | |
|--|-------|
| RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES | 1-2 |
| EL ENTORNO MACROECONÓMICO | 2-4 |
| SITUACIÓN FINANCIERA | 4-7 |
| LOS MERCADOS FINANCIEROS | 8-9 |
| PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS | 9-10 |
| ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2018 | 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.

Nuestro posicionamiento a comienzos del año ha sido cauto

Nuestro posicionamiento de las carteras a principios de 2018 ha sido un tanto cauto, con un nivel de liquidez superior a la media y una exposición moderadamente sobreponderada a la clase activos de renta variable. Sostuvimos que 2018 sería un año más complicado para la renta variable, y esto es lo que ha sucedido en gran medida. Nuestra previsión de que los rendimientos de los bonos aumentarían paulatinamente se ha visto justificada en el caso de los títulos del Tesoro de EE. UU., pero no en el de los principales bonos europeos.

Nos abstuvimos de destinar efectivo a la renta variable durante la espectacular recuperación experimentada en enero, puesto que consideramos que se había producido una sobrecompra en los mercados y los inversores habían adoptado una actitud demasiado optimista. Mientras que los activos tradicionales se esfuerzan por producir rendimientos positivos en la actual situación inestable de los mercados, el papel de las estrategias alternativas ha cobrado mayor importancia, como fuente de una rentabilidad no correlacionada y para reforzar la resistencia de las carteras.

El crecimiento global se ha estabilizado, especialmente en Europa

El crecimiento global se ha reducido durante el primer semestre pero sigue siendo sólido. La continuación prevista de las amplias y firmes tendencias económicas globales observadas en 2017 no ha terminado de materializarse, ya que el crecimiento de la producción y el comercio han mostrado algunos indicios de moderación. Se ha producido una desaceleración del crecimiento económico en Europa, en Japón e incluso en Estados Unidos. La combinación de la tensión vivida en los mercados financieros, las crecientes tensiones comerciales y las cuestiones políticas ha hecho mella en los elevados niveles de optimismo y ha empañado las perspectivas económicas. En comparación con 2017,

la agenda radical de Donald Trump está demostrando ser cada vez más desestabilizadora. De cara al futuro, la economía estadounidense está tomando impulso gracias a un mercado laboral vigoroso, un sólido gasto de los consumidores y la ayuda de la reforma fiscal. En contraste, la eurozona tendrá puestas sus esperanzas en una mejora de su comportamiento con respecto al primer semestre; un euro más débil debería proporcionar alguna ayuda a las exportaciones, especialmente si las disputas en el comercio mundial se resuelven con rapidez y de manera positiva.

El BCE mantiene la cautela

La confianza de la Reserva Federal (Fed) al definir su política monetaria contrasta con la siempre cauta comunicación del Banco Central Europeo (BCE). La Fed ya ha elevado su tipo de interés de referencia dos veces este año y ha señalado que volvería a subir los tipos durante los dos trimestres restantes. El banco central también ha empezado a reducir el tamaño de su balance en unos 150.000 millones de dólares hasta unos 4,3 billones de dólares. Tal como se esperaba, el Banco Central Europeo anunció que finalizará por completo su programa de compra de activos a finales de año. Sin embargo, la noticia de que los tipos de interés no experimentarán cambios al menos durante el próximo verano ha causado sorpresa y debilitado significativamente al euro. En un contexto de menor actividad económica en Europa y con la amenaza de una guerra comercial global, parece claro que el BCE desea hacer bajar el euro como medio para ofrecer apoyo a la economía de la región.

Mantenemos una asignación sobreponderada moderada en renta variable

El entorno actual de crecimiento sostenible y las perspectivas positivas de beneficios siguen siendo favorables para la renta variable, a pesar de los factores adversos que representan tanto los mayores rendimientos de los bonos como las inquietudes sobre los aranceles sobre productos. Seguimos manteniendo una exposición sobreponderada en renta variable con una exposición regional bien diversificada. También consideramos que las carteras deben estar diversificadas debido a las condiciones complicadas y en constante cambio de los mercados. La época en que todos

los activos se veían impulsados por una inyección de liquidez abundante y tipos de interés excepcionalmente bajos ha quedado atrás y los mercados se han vuelto más exigentes. Este es el motivo por el que hemos añadido exposiciones a estrategias alternativas con el fin de distribuir incluso más el riesgo de las carteras y poder recurrir a una gama más amplia de fuentes de rentabilidad.

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

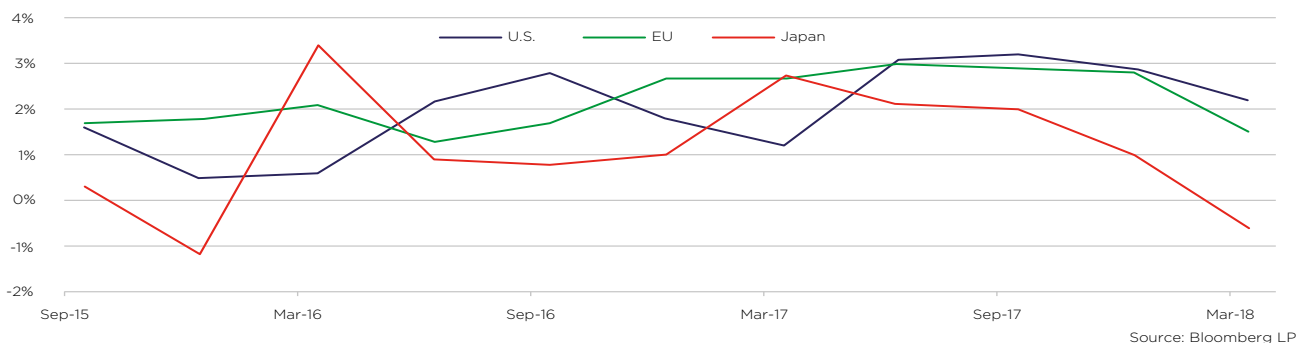
CRECIMIENTO ECONÓMICO GLOBAL

El crecimiento económico ha perdido parte de su fuerte impulso

El crecimiento global se ha reducido durante el primer semestre, pero sigue siendo sólido. La continuación prevista de las amplias y firmes tendencias económicas globales observadas en 2017 no ha terminado de materializarse, ya que el crecimiento de la producción y el comercio han mostrado algunos indicios de moderación. Se ha producido una desaceleración del crecimiento económico en Europa, en Japón e incluso en Estados Unidos, donde el PIB del primer trimestre tiende a situarse por debajo de las medias anuales. La combinación de la tensión vivida en los mercados financieros, las crecientes tensiones comerciales

y las cuestiones políticas ha hecho mella en los elevados niveles de optimismo y ha empañado las perspectivas económicas. En comparación con 2017, la agenda radical de Donald Trump está demostrando ser cada vez más desestabilizadora. Los objetivos de Trump de reducir el déficit comercial de Estados Unidos y también de limitar el acceso de China a la propiedad intelectual de las empresas estadounidenses han incrementado los riesgos relacionados con el proteccionismo comercial, que nunca ha sido un factor positivo para la economía mundial. El final de la disputa comercial entre EE. UU. y China, y también con sus estrechos aliados, no está todavía a la vista, pero una resolución positiva contribuiría a mejorar las perspectivas económicas para el segundo semestre del año.

CRECIMIENTO DEL PIB (cambio porcentual con respecto al trimestre anterior, anualizado)



El gráfico anterior muestra la desaceleración del crecimiento económico global en lo que va de año. Las encuestas económicas realizadas en Europa se han situado constantemente por debajo de las expectativas y el crecimiento intertrimestral anualizado del PIB ha descendido hasta el 1,5 % desde sus niveles próximos al 3 % en 2017. En el resto del mundo se ha observado una

tendencia similar. El crecimiento anualizado en Estados Unidos se redujo hasta el 2 % en el primer trimestre, que tradicionalmente ha sido el más flojo, desde en torno al 3 % en los seis meses anteriores. Durante el mismo periodo, la economía de Japón incluso se contrajo un 0,6 % con respecto al trimestre anterior, poniendo fin a un periodo de crecimiento sostenido iniciado a comienzos de 2016.

PEORES PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA DE LA EUROZONA

La economía de la eurozona ha perdido parte del fuerte impulso del año pasado y se ha visto afectada por el resurgimiento de las tensiones políticas. La actividad económica ha experimentado una disminución de las exportaciones netas como consecuencia de la fortaleza del euro, mientras que el nombramiento de un gobierno antisistema en Italia ha reavivado las inquietudes acerca de la estabilidad de la Unión Europea. En Alemania, la relación entre los dos partidos de la coalición se ha vuelto más tensa debido a los desacuerdos en materia de política de inmigración, mientras que Francia se enfrenta a huelgas continuadas

en los aeropuertos y los ferrocarriles que están afectando al transporte y los viajes. Esto significa que los riesgos a la baja han aumentado y el Banco Central Europeo ha reducido recientemente sus previsiones de crecimiento económico para 2018 del 2,4 % al 2,1 %, debido fundamentalmente a la inquietud sobre los riesgos para el comercio exterior y la disminución del crecimiento global. Para los mercados financieros, estos acontecimientos políticos han sometido los activos italianos a presión y también han contribuido a debilitar al euro desde el mes de abril.

LA ECONOMÍA DE EE. UU. SE ACELERA

En el contexto actual, las perspectivas para la economía estadounidense es un aspecto positivo. Se prevé que el crecimiento económico sobrepase el 3 % a corto plazo como consecuencia de los mercados laborales pujantes, el estímulo y el crecimiento continuado del consumo. La confianza de los consumidores sigue próxima a los niveles máximos gracias al crecimiento del empleo, el auge de los precios de los activos y los efectos de la reforma fiscal, que también debería estimular la inversión

de las empresas. La política fiscal también seguirá relajándose considerablemente durante los próximos años, contribuyendo al crecimiento, aunque aumentando los niveles de deuda pública. En su reunión del mes de junio, la Reserva Federal mejoró ligeramente sus proyecciones del PIB para 2018, un 0,1 % hasta el 2,8 %, reflejando su opinión de que "la economía de EE. UU. va muy bien."

MERCADOS EMERGENTES AFECTADOS POR LOS RIESGOS POLÍTICOS

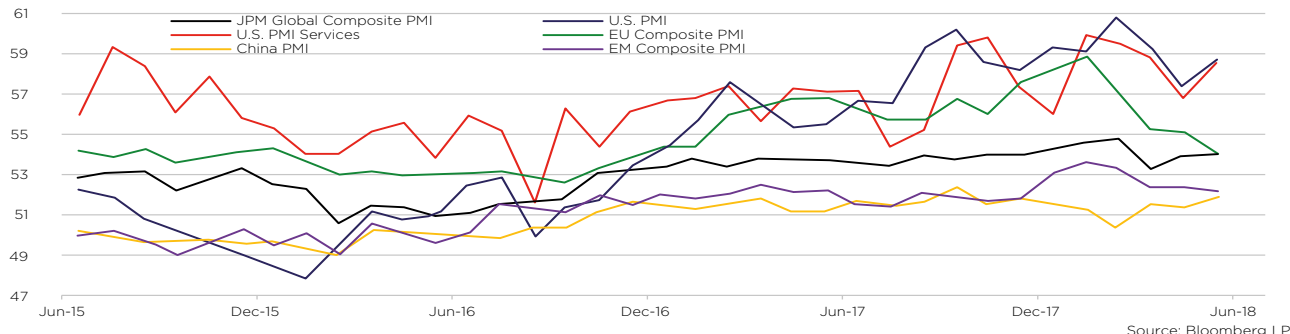
La actividad económica en la mayoría de los mercados emergentes ha seguido siendo sólida. Sin embargo, en algunos países persiste la fragilidad, y recientemente se han visto afectados por acontecimientos financieros y políticos. De momento el contagio ha sido muy limitado, ya que estas cuestiones son específicas de los países.

La crisis política en Brasil empeoró cuando los camioneros se declararon en huelga para protestar contra un incremento del 10% en los precios del diésel; la huelga de 10 días de duración llegó a paralizar a todo el país y el PIB de Brasil se verá afectado gravemente, especialmente en un contexto en el que es poco probable que las próximas elecciones del mes de octubre produzcan un gobierno estable y fuerte. En Turquía, la credibilidad e independencia

del banco central se han visto cuestionadas ante su lentitud a la hora de subir los tipos de interés para controlar la inflación de doble dígito. Las intervenciones del presidente Erdogan, que se describe a sí mismo como "enemigo de los tipos de interés", suscitaron preocupaciones acerca de la política monetaria, al afirmar que esperaba asumir un mayor control sobre la política al finalizar las elecciones del mes de junio. Los movimientos especulativos contra el peso también obligaron a Argentina a subir los tipos hasta un 40 % y a solicitar un acuerdo de préstamo al FMI. En un momento en el que existe una apretada agenda política en los mercados emergentes, no cabe descartar una mayor inestabilidad, especialmente si aumenta la tensión financiera resultante de los mayores rendimientos en EE. UU. y un dólar estadounidense más fuerte.

INDICADOR AVANZADO

ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI)



El gráfico anterior muestra que aunque los PMI globales se han recuperado de sus máximos de finales de 2017, siguen en territorio expansivo y no indican la existencia de ningún desplome inminente del crecimiento económico. Europa es la región que más impulso ha perdido, mientras que los PMI manufacturero y de

servicios en Estados Unidos vuelven a aumentar tras caer en el primer trimestre; las expectativas del PIB de EE. UU. en el segundo trimestre son elevadas, ya que son superiores al 3 %. Los indicadores de China y de los mercados emergentes han permanecido relativamente estables desde comienzos del año.

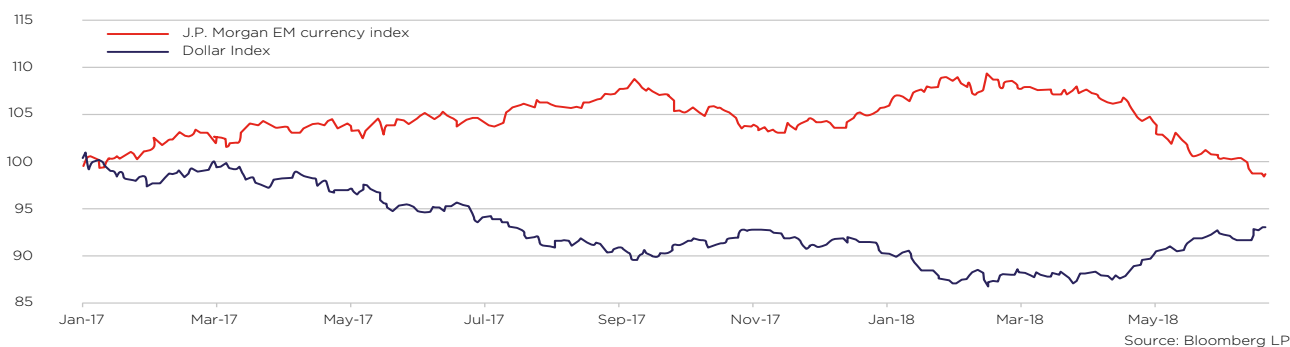
SITUACIÓN FINANCIERA

LA APRECIACIÓN DEL DÓLAR EJERCE PRESIÓN SOBRE LOS MERCADOS EMERGENTES

Tras un periodo prolongado de condiciones financieras estables y sumamente favorables, el marco se ha complicado como consecuencia del aumento de los costes de financiación, la retirada gradual de las políticas monetarias acomodaticias y la apreciación del dólar estadounidense. Asimismo, una revalorización del riesgo, desde un punto inicial de valoraciones excesivas, ha afectado a los precios de los activos en países como Italia, Turquía, Sudáfrica y Argentina. El aumento gradual de los rendimientos de los bonos estadounidenses ha afectado en gran medida al valor de las divisas de los

mercados emergentes; para aquellos países que han emitido una cantidad significativa de deuda en dólares, esto podría tener consecuencias graves, ya que deberán enfrentarse a mayores costes para el servicio de la deuda, déficits financieros y la renovación de deuda próxima al vencimiento. Sin embargo, es importante señalar que los mercados emergentes deberían demostrar ser mucho más resistentes globalmente que durante los anteriores ciclos restrictivos de la Fed, debido a la contención de los déficits por cuenta corriente y los niveles razonables de deuda en dólares, en comparación con el tamaño de sus economías.

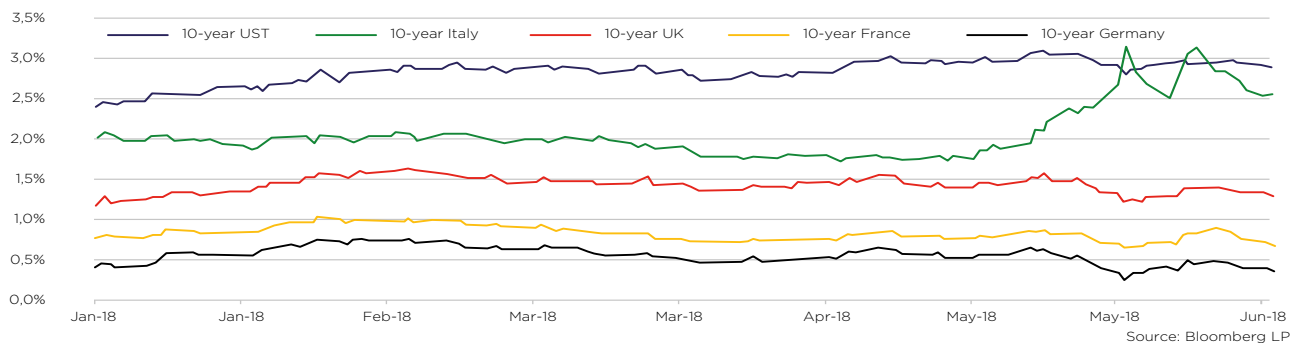
DIVISAS DE LOS MERCADOS EMERGENTES BAJO PRESIÓN



Desde mediados de febrero, las divisas de numerosos mercados emergentes se han ido depreciando. Este movimiento fue motivado inicialmente por el aumento de los rendimientos de los bonos estadounidenses

a principios de año y por una aversión global al riesgo. Esta tendencia se ha visto exacerbada por la recuperación del dólar estadounidense desde mediados de abril.

AUMENTO GRADUAL DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS TÍTULOS DEL TESORO DE EE. UU.



Tras un aumento sincronizado a comienzos del año, las tendencias de los rendimientos de la deuda soberana de los miembros del G-7 han sido divergentes. Mientras que los rendimientos de los títulos del Tesoro de EE. UU. han seguido aumentando, los rendimientos en los principales países europeos y el Reino Unido apenas se han desviado de sus niveles registrados a finales de 2017. Los rendimientos en EE. UU. han aumentado como consecuencia de las expectativas de una inflación más alta, un endurecimiento monetario por parte de la Reserva Federal y un aumento del suministro del Tesoro para financiar un mayor déficit presupuestario. Desde

sus máximos del mes de febrero, los rendimientos de los principales países europeos han vuelto gradualmente a sus niveles iniciales de 2018, debido en parte a la demanda de activos seguros como resultado de las preocupaciones políticas, pero debido también a la actitud todavía prudente del BCE. Se ha observado una tendencia similar para los valores de primera clase del Reino Unido, donde han aumentado gradualmente las expectativas de un endurecimiento por parte del Banco de Inglaterra. En contraste, una revaloración del riesgo de la deuda soberana italiana ha aumentado significativamente los rendimientos.

TIPOS DE INTERÉS Y LA INFLACIÓN

TIPOS DE INTERÉS

En el BCE, Mario Draghi se mantiene fiel a sí mismo

La reciente reunión del Banco Central Europeo se consideró una reunión clave que definiría el curso futuro de la normalización de la política monetaria en la eurozona. Durante su conferencia de prensa posterior a la reunión, Mario Draghi logró producir un verdadero "tour de force" al anunciar una salida muy prudente del programa de flexibilización cuantitativa del Banco. El BCE reducirá sus compras de activos de 30 mil millones de euros a 15 mil millones de euros al mes a partir de septiembre y finalizará el programa por completo a finales del año. Aunque estas medidas, que siguen estando

sujetas a los datos que se van recibiendo, estaban previstas, los mercados se mostraron sorprendidos por el anuncio del BCE de que los tipos de interés permanecerían inalterados al menos hasta el próximo verano. Estas palabras han llevado a un retraso en las expectativas de una subida de tipos hasta septiembre de 2019 y dieron lugar a una caída de los rendimientos de los bonos y del euro. En un contexto de menor actividad económica en Europa y ante la amenaza de una guerra comercial global, el BCE parece evidentemente estar deseoso de hacer bajar el euro como medio de ofrecer apoyo a la economía de la región. El tamaño del balance del BCE también permanecerá sin cambios por un periodo prolongado, al igual que el del Banco de Japón.

La Fed parece estar segura del curso de su política monetaria

La comunicación de la Reserva Federal, bajo la nueva presidencia de Jerome Powell, ha demostrado ser muy tranquilizadora y los mercados han ido modificando sus expectativas cada vez más hacia el rumbo de política monetaria previsto por el banco central. Tal como se esperaba, la Fed ya ha subido su tipo de interés de

referencia dos veces este año, en marzo y en junio, y se prepara para volver a subir los tipos durante los dos trimestres restantes. El banco central también ha empezado a reducir el tamaño de su balance mediante la venta muy gradual de sus participaciones en títulos del Tesoro de EE. UU. y valores garantizados por hipotecas; por tanto, los activos totales han disminuido en alrededor de 150 mil millones de dólares hasta unos 4,3 billones de dólares.

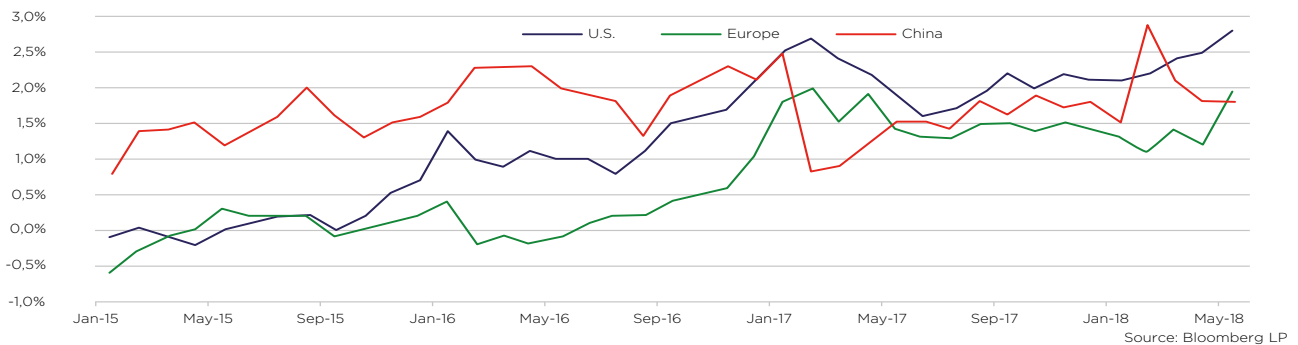
INFLACIÓN

La inflación se acerca a los objetivos de los bancos centrales

Parecería que los responsables de las políticas de los bancos centrales estadounidense y europeo están más confiados en que la inflación por fin va por buen camino para alcanzar los niveles previstos. En la eurozona, los salarios han aumentado a un ritmo más rápido en comparación con hace un año y la inflación importada ha

repuntado debido a los precios más altos del petróleo y a una caída del valor del euro. La Reserva Federal también considera que ha conseguido avances en materia de inflación, ya que espera que supere su objetivo con mayor rapidez de lo prevista anteriormente. A pesar de los mercados laborales restringidos, el crecimiento de los salarios sigue siendo lento, pero podría empezar a recuperarse, lo que explica por qué la Fed ha mejorado sus previsiones de inflación y se siente cómoda con su proyección de otras dos subidas este año.

INFLACIÓN EN EL MUNDO

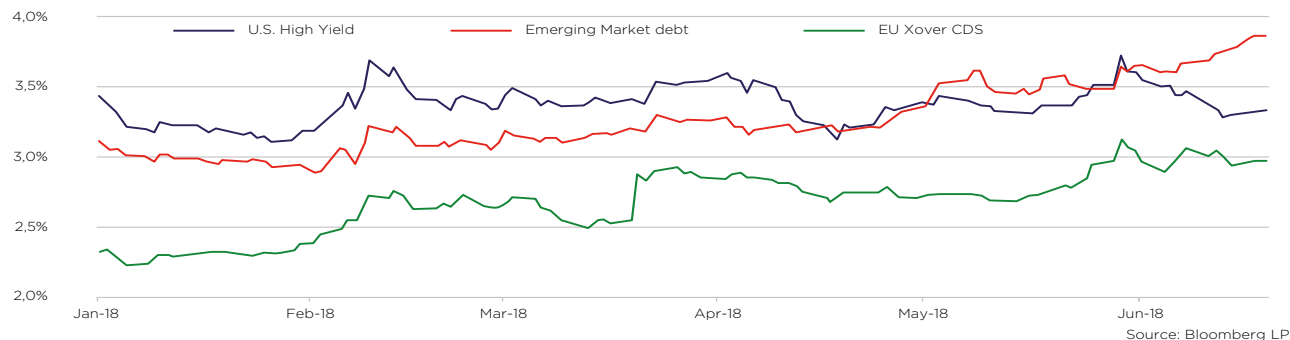


Los niveles de inflación vuelven a aumentar y se aproximan lentamente a los objetivos de los bancos centrales. En Estados Unidos, el nivel más reciente del IPC básico ha sido del 2,2 %, mientras que la medida preferida de la Reserva Federal, el índice PCE (Gastos de Consumo Personal), se situó en el 1,8 % en mayo. Este es el motivo por el que la Fed tiene previsto seguir

subiendo los tipos cada trimestre este año. En Europa, la inflación, medida utilizando el Índice Armonizado de Precios al Consumo (HICP), alcanzó el 1,9 % en mayo, justo por debajo del objetivo del 2% fijado por el BCE; el banco central también aumentó recientemente sus previsiones de inflación para 2018 y 2019 hasta el 1,7 % desde el 1,4 % fijado anteriormente.

SPREADS DE LOS BONOS

DEUDA DE LOS MERCADOS EMERGENTES Y SPREADS DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO



El gráfico anterior muestra que el spread de los bonos de los mercados emergentes en respecto a títulos del Tesoro estadounidense comparables se ha ampliado significativamente desde febrero. Tras una recuperación a principios de año, los bonos de los mercados emergentes se han visto afectados negativamente por el aumento de los rendimientos en EE. UU., la apreciación del dólar y cuestiones idiosincrásicas relativas a determinados países. Los spreads de crédito europeos también se han ampliado debido a una serie de motivos

entre los que se incluyen preocupaciones comerciales, la política italiana y un aumento de la volatilidad. Desde un punto de partida de valoraciones excesivas, los mercados de crédito de alto rendimiento han tenido que revisar la valoración de algunos riesgos, siendo las entidades financieras y los emisores periféricos los más afectados. En contraste, al segmento de alto rendimiento de EE. UU. le ha ido mejor, ya que ha sido inmune a los asuntos políticos europeos y su exposición al espacio energético es asimismo mucho mayor.

EL ENTORNO MACROECONÓMICO/SITUACIÓN FINANCIERA: CONCLUSIONES

Si bien la economía global ha perdido parte de su impulso, la probabilidad de una recesión global sigue pareciendo muy remota. Sin embargo, en comparación con finales de 2017, los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja debido a las tensiones comerciales, las preocupaciones políticas y los acontecimientos financieros. También han aparecido focos de tensión en los mercados emergentes, mientras que el aumento del proteccionismo comercial perjudicaría la recuperación del comercio mundial y mermaría la confianza y la inversión.

Las condiciones financieras se están volviendo menos favorables, aunque todavía se pueden considerar acomodaticias. La subida de los tipos de interés en EE. UU., la retirada gradual de liquidez y la apreciación del dólar son factores que tendrán como resultado mayores

costes de financiación, especialmente en los mercados emergentes. Los spreads de crédito y de los mercados emergentes también han estado sometidos a una cierta presión y es poco probable que se vuelvan a estrechar hasta los niveles de spread anteriores.

El periodo prolongado de tipos de interés muy bajos ha animado a los inversores a asumir riesgos y aumentado las valoraciones a niveles elevados. Esto hace que los mercados financieros globales sean más vulnerables a ajustes repentinos de los precios y a una mayor volatilidad, como se ha observado recientemente en diferentes clases de activos. Existe ahora un mayor riesgo de que una corrección en las valoraciones de los activos perjudique las perspectivas de crecimiento, reduzca la confianza y tenga efectos negativos sobre el patrimonio.

LOS MERCADOS FINANCIEROS

| | Cierre 2017 | Mayo 2018 | Junio 2018 | Va de mes | 2018 |
|-----------------------|-------------|-----------|------------|-----------|---------|
| RENTA VARIABLE | | | | | |
| S&P 500 | 2673.6 | 2705.3 | 2718.4 | + 0.5% | + 1.7% |
| Euro Stoxx 50 | 3504.0 | 3406.7 | 3395.6 | - 0.3% | - 3.1% |
| MSCI EM | 1158.5 | 1120.7 | 1069.5 | - 4.6% | - 7.7% |
| RENDIMIENTOS | | | | | |
| UST 10 años | 2.41% | 2.86% | 2.86% | + 0bps | + 45bps |
| Bund 10 años | 0.43% | 0.34% | 0.30% | - 4bps | - 13bps |
| UE BBB | 1.44% | 1.70% | 1.72% | + 2bps | + 28bps |
| DIVISAS | | | | | |
| EUR/USD | 1.201 | 1.169 | 1.168 | - 0.1% | - 2.7% |
| USD/CHF | 0.974 | 0.986 | 0.991 | + 0.5% | + 1.7% |
| EUR/CHF | 1.170 | 1.153 | 1.157 | + 0.4% | - 1.1% |
| USD/JPY | 112.7 | 108.8 | 110.8 | + 1.8% | - 1.7% |
| GBP/USD | 1.351 | 1.330 | 1.321 | - 0.7% | - 2.2% |
| MAT. PRIMAS | | | | | |
| Índice CRB | 193.9 | 202.8 | 200.4 | - 1.2% | + 3.4% |
| Petróleo, WTI | 60.4 \$ | 67.0 \$ | 74.1 \$ | + 10.6% | + 22.7% |
| Oro | 1303 \$ | 1299 \$ | 1253 \$ | - 3.5% | - 3.8% |

La euforia de los mercados de renta variable en enero da paso a una mayor volatilidad

Los mercados globales de renta variable tuvieron un comienzo espectacular en 2018, cuando los inversores acudieron a los fondos de renta variable a un ritmo sin precedentes. Las entradas alcanzaron los 100 mil millones de dólares en enero, equivalente al 36 % de los flujos para todo el año 2017, lo cual contribuyó a una subida mensual del 5,2 % en el índice MSCI World Index. Sin embargo, esta euforia fue efímera, ya que los mercados de renta variable se vieron afectados gravemente por un aumento repentino de la volatilidad y el rápido incremento de los rendimientos de los bonos. Después de que los mercados de renta variable recobrasen algo de calma, se vieron afectados por las preocupaciones acerca de una guerra comercial, cuando Estados Unidos anunció su intención de imponer aranceles a productos chinos, así como a las importaciones de acero y aluminio. La renta variable global cayó casi un 10 % desde su nivel máximo registrado en enero hasta mínimos en marzo, antes de recuperar gradualmente parte de sus pérdidas. En términos de estilo, los títulos de crecimiento han presentado mayor rendimiento, liderados por el sector

tecnológico; desde un punto de vista regional, la renta variable estadounidense ha mostrado mayor rendimiento, mientras que la de los mercados emergentes ha quedado rezagada debido a la fortaleza del dólar y al aumento de los rendimientos de los bonos estadounidenses. También es llamativo que casi el 90 % del rendimiento del S&P 500 de enero al día de la fecha se deba únicamente a los 10 principales títulos, incluidas las empresas FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google).

Los mercados de bonos se han caracterizado por mayores rendimientos y spreads más amplios

En claro contraste con la renta variable, los mercados de bonos se vieron sometidos de inmediato a una presión y los rendimientos de la deuda soberana aumentaron de forma significativa durante enero. Los rendimientos de los títulos del Tesoro y del Bund a 10 años pasaron respectivamente del 2,41 % y el 0,43 % al 2,80 % y el 0,71 %, antes de beneficiarse de la compra de activos seguros, a medida que se corregían los activos de riesgo. Las tendencias de los rendimientos de los bonos estadounidenses y alemanes, que en un principio se

encontraban muy correlacionados, comenzaron a divergir a partir del mes de febrero; su spread a 10 años se ensanchó desde un nivel del 2 % hasta el 2,6 % en mayo, como consecuencia de las expectativas del aumento de la inflación en EE. UU., la previsión de un mayor déficit presupuestario y la reducción gradual del balance de la Fed; durante el mes de mayo, los Bunds también se beneficiaron de forma desproporcionada de la inestabilidad política en Italia. Los segmentos de deuda periférica, de crédito y de los mercados emergentes también han experimentado dificultades este año debido al impacto del aumento de los rendimientos de la deuda soberana y el ensanchamiento de los spreads.

El dólar se ha recuperado tras un inicio titubeante

En los mercados de divisas, las principales tendencias han sido la inversión de la debilidad inicial del dólar y la depreciación global de las divisas de los mercados emergentes. Hasta mediados de febrero, el dólar seguía perdiendo terreno frente a otras divisas principales; la paridad EUR/USD alcanzó su punto máximo ligeramente por encima de 1,25 y permaneció relativamente estable hasta finales de abril. Un posicionamiento especulativo sumamente largo del euro, un ensanchamiento significativo

del diferencial de los tipos de interés y el impulso económico más vigoroso en EE. UU. han contribuido a la recuperación del dólar. Los renovados riesgos políticos en la eurozona y la comunicación prudente de Mario Draghi tras la reunión del BCE de junio afectaron incluso más al euro, que cerró el primer semestre a un nivel de 1,1680. Las divisas de la mayoría de los mercados emergentes también han estado sometidas a presión, en particular las de Argentina, Turquía y Brasil, debido en parte al aumento de los rendimientos reales en EE. UU., a un dólar más fuerte y también a cuestiones específicas de cada país.

Los precios de la mayoría de las materias primas se han depreciado

Los precios de la mayoría de las materias primas finalizaron el primer trimestre a un nivel ligeramente más bajo. A pesar de la apreciación del dólar, que históricamente ha sido un factor negativo, los precios del petróleo han mostrado un buen comportamiento; los recortes de la producción acordados por los países miembros y no miembros de la OPEP han contribuido a reequilibrar la demanda y la oferta y a reducir los excesos de inventario. Tras un buen comienzo, el oro cedió todas sus ganancias hasta cerrar el mes de junio por debajo de su nivel de finales de 2017.

PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

El entorno económico es más incierto para los mercados financieros

El entorno macroeconómico se ha deteriorado ligeramente desde finales de 2017. El crecimiento global está menos sincronizado debido a la pérdida del impulso económico en regiones como Europa y Japón. Las preocupaciones acerca de la imposición de aranceles por parte de EE. UU. y el riesgo de una subsiguiente guerra comercial han minado la confianza, al tiempo que también han resurgido las tensiones políticas en la eurozona. La confianza del mercado se ha visto afectada por la corrección repentina de los activos de riesgo a finales de enero y la confianza de los inversores se está viendo sometida a prueba por el mayor grado de incertidumbre. Sin embargo, las perspectivas de beneficios empresariales sigue siendo positiva y la probabilidad de una guerra comercial a gran escala todavía parece baja. Una eliminación de esta incertidumbre debería proporcionar un mejor contexto para que las rentabilidades de las carteras se recuperen durante el segundo semestre.

La importancia de la diversificación de las carteras

Las condiciones complejas y a menudo cambiantes del mercado ponen de manifiesto la necesidad de una diversificación real en las carteras. El periodo en el que todos los activos aumentaban su valor mediante la provisión de abundante liquidez y tipos de interés excepcionalmente bajos ha quedado atrás y los mercados son ahora más exigentes. Este es el motivo por el que hemos añadido exposiciones a estrategias tales como Riesgo Alternativo Premia y crédito a corto y medio plazo, con el fin de repartir incluso más el riesgo y ser capaces de recurrir a una gama más amplia de fuentes de rentabilidad. Seguimos esperando que la clase de activos de renta variable sea la que más contribuya a la rentabilidad, especialmente como consecuencia de valoraciones relativas más atractivas, pero también confiamos cada vez más en que las inversiones alternativas contribuyan de manera positiva.

INSTRUMENTOS DE DEUDA

Mantenemos una posición menos infraponderada en instrumentos de deuda y prevemos una presión alcista sobre los rendimientos

Nuestro escenario principal es que los rendimientos de la deuda soberana del G-7 aumenten gradualmente en un contexto de endurecimiento monetario por parte de la Reserva Federal y la próxima finalización del programa de compra de activos del BCE. El aumento del déficit presupuestario de EE. UU. y la tendencia de aumento de la inflación también deberían aplicar una presión alcista sobre los rendimientos, especialmente con el impacto cada vez menor de las compras del BCE. Por

consecuente, preferimos limitar nuestra exposición al riesgo de duración y recurrir a estrategias de crédito más flexibles, más que a un simple posicionamiento beta en el mercado. Con el aumento de los rendimientos desde comienzos del año y un ensanchamiento de los spreads de crédito, se ha reducido nuestra asignación sumamente infraponderada de comienzos del año a bonos con grado de inversión. En términos relativos, seguimos pensando que la renta variable y también los fondos alternativos ofrecen mejores perspectivas de rendimiento, lo cual explica en gran medida nuestra exposición infraponderada continuada hacia los instrumentos de deuda.

RENTA VARIABLE

La renta variable sigue siendo la que más probabilidades tiene de aportar rendimiento a las carteras

Nuestras perspectivas para los mercados de renta variable son positivas y nuestra asignación está ligeramente sobreponderada. La clase de activos debería seguir estando impulsada por el crecimiento de los beneficios y la continuación de la recuperación económica, especialmente teniendo en cuenta que las valoraciones son menos exigentes que a finales de 2017. También hay menos complacencia en los mercados de renta variable y la euforia observada en enero ha dado paso a la circunspección. Sin embargo, se han ido formando

vientos desfavorables en forma de rendimientos de bonos en aumento, una desaceleración del crecimiento excluido EE. UU., preocupaciones políticas y tensiones acerca del comercio. Por estos motivos, es poco probable que la asignación actual se aumente significativamente.

Tras un buen comienzo de año, la renta variable de los mercados emergentes se ha visto afectada por la apreciación del dólar y el aumento de los rendimientos de los bonos. Aunque no prevemos que se inviertan estas tendencias, sí esperamos que se moderen y que la renta variable de los mercados emergentes muestre un mejor comportamiento durante el segundo semestre.

MERCADO DE DIVISAS

No prevemos movimientos importantes en el mercado de divisas

El dólar estadounidense ha cambiado de rumbo durante el primer trimestre y observamos numerosos factores favorables que deberían apoyarlo a medio plazo; la menor liquidez en dólares, el ensanchamiento de los diferenciales de tipo de interés, el mayor crecimiento, las presiones inflacionistas y una Reserva

Federal plétórica de confianza deberían contribuir a la fortaleza continuada del dólar. En contraste, el valor del euro se ha erosionado debido a la menor actividad económica, las preocupaciones políticas y un BCE todavía vacilante. Por tanto, mantenemos nuestra actual exposición en dólares para las carteras denominadas en euros. En cuanto al franco suizo, esperamos que pierda algo de terreno frente al euro desde el nivel actual de 1,1550 francos por euro.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2018

EFFECTIVO (4%)

Neutra

La asignación a efectivo se encuentra por debajo de su nivel a comienzos de año, que había aumentado hasta el 9 % tras la venta de nuestra posición en bancos europeos. El efectivo se destinó gradualmente entre las distintas clases de activos y la posición actual debe considerarse una posición neutra.

INSTRUMENTOS DE DEUDA (32%)

Infraponderación

Con una asignación total del 32 % en instrumentos de deuda, se ha reducido gradualmente la infraponderación. Incrementamos la exposición a bonos con grado de inversión mediante la inversión en una estrategia que utiliza una amplia gama de instrumentos en regiones europeas con alta calificación. Nuestro escenario principal contempla que los rendimientos de la deuda soberana del G-7 sigan aumentando gradualmente y que las principales posiciones con grado de inversión sean en bonos soberanos y cuasi soberanos emitidos por las naciones más solventes, y también obligaciones corporativas denominadas en euros.

Nuestra asignación a bonos de alto rendimiento está infraponderada y se implanta principalmente a través de inversiones en préstamos preferentes garantizados, bonos de alto rendimiento y un fondo de alto rendimiento con fecha de vencimiento. Esto significa que el riesgo de duración de estas exposiciones es bajo y, de cara al futuro, esperamos que se produzca una cierta inversión del ensanchamiento del spread del año hasta la fecha en el segmento de alto rendimiento.

La asignación de «bonos especializados» está sobreponderada y se mantiene próxima al máximo de su rango. En un contexto de rendimientos en aumento y volatilidad creciente, somos partidarios de estrategias de renta fija sin restricciones que no están vinculadas a un índice de referencia y cuyo riesgo de duración se gestiona de manera activa, así como bonos convertibles.

RENTA VARIABLE (47%)

Sobreponderación

La exposición a renta variable es ligeramente mayor que a comienzos del año, como consecuencia de la rentabilidad

y la incorporación de un fondo de mercados emergentes. Hacia finales de enero recogimos los beneficios procedentes de bancos europeos y nos abstuvimos de cualquier nueva inversión en renta variable hasta finales del mes de mayo. Entonces decidimos aumentar la posición en mercados emergentes tras un periodo difícil, debido principalmente a la apreciación del dólar y al aumento de los rendimientos en EE. UU. La reciente debilidad del euro debería proporcionar un apoyo bienvenido para la renta variable europea, mientras que la renta variable estadounidense sigue contando con el respaldo de un fuerte impulso económico, recompras de acciones y el liderazgo de las empresas tecnológicas, a pesar de sus valoraciones más altas.

Consideramos que el actual entorno de crecimiento sostenible y unas perspectivas positivas para las ganancias sigue siendo favorable para la renta variable, a pesar de los factores adversos representados por los rendimientos más elevados de los bonos y las preocupaciones respecto a los aranceles sobre productos. Nuestra exposición regional está bien diversificada en las diferentes regiones.

MATERIAS PRIMAS (6%)

Infraponderación

Evitamos toda inversión directa en el espacio de las materias primas. Seguimos monitorizando la evolución de los precios del oro y no consideramos que el nivel actual sea especialmente atractivo. Las tendencias del dólar y los rendimientos reales son los principales impulsores del precio del oro en la actualidad, y el comportamiento del metal precioso ha sido un tanto decepcionante durante los recientes periodos volátiles, ya que no logró ofrecer protección alguna.

FONDOS ALTERNATIVOS (17%)

Sobreponderación

La asignación a las estrategias alternativas está sobreponderada. Este posicionamiento es consecuencia de los retos a los que se enfrentan las clases de activos tradicionales, la necesidad de una diversificación real de las carteras y la búsqueda de fuentes de rentabilidad distintivas. Mantenemos posiciones en Macro Global, arbitraje de volatilidad, CTA, Fusiones y Arbitraje, renta variable a corto y medio plazo, crédito a corto y medio plazo y riesgo alternativo premia.

TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2018

Para nuestros mandatos de riesgo medio, aplicamos la siguiente tabla:

| | ASIGNACIÓN | JULIO 2018 |
|--|-----------------|-------------|
| DEPÓSITOS A CORTO PLAZO | 0 - 20% | 4% |
| INSTRUMENTOS DE DEUDA | 15 - 55% | 32% |
| Bonos con grado de inversión | 5 - 45% | 11% |
| Bonos de alto rendimiento y de mercados emergentes | 0 - 20% | 7% |
| Bonos especializados | 0 - 15% | 14% |
| RENTA VARIABLE | 20 - 60% | 47% |
| Mercados desarrollados | 15 - 50% | 40% |
| Mercados emergentes | 0 - 30% | 7% |
| MATERIAS PRIMAS | 0 - 15% | 0% |
| Oro físico | 0 - 5% | 0% |
| Otras materias primas | 0 - 10% | 0% |
| FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS) | 0 - 25% | 17% |
| | | 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