



**Forum Finance Group**

since 1994

**Enero de 2015**

---

# **Perspectivas de inversión 2015**

---





## Perspectivas de inversión 2015

<u>Índice</u>	<u>Páginas</u>
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>1</b>
<b>2014: REVISIÓN DE NUESTROS TEMAS DE INVERSIÓN</b>	<b>2</b>
<b>2014: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS</b>	<b>3-6</b>
<b>2014: MERCADOS FINANCIEROS</b>	<b>7-12</b>
<i>Renta variable</i>	<b>7-8</b>
<i>Materias primas</i>	<b>9</b>
<i>Instrumentos de deuda, divisas</i>	<b>10-11</b>
<i>Fondos alternativos (Hedge Funds)</i>	<b>12</b>
<b>2015: PREVISIÓN ECONÓMICA</b>	<b>13-15</b>
<b>2015: PREVISIÓN DE MERCADOS FINANCIEROS</b>	<b>16-18</b>
<b>2015: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS</b>	<b>19-23</b>
<i>Instrumentos de deuda</i>	<b>19</b>
<i>Renta variable</i>	<b>19</b>
<i>Materias primas</i>	<b>20</b>
<i>Oro</i>	<b>20</b>
<i>Fondos alternativos (Hedge Funds)</i>	<b>20</b>
<i>Composición de la cartera de FFG</i>	<b>21</b>
<i>Gestores de fondos alternativos/productos estructurados</i>	<b>22</b>
<i>Tabla de asignación de activos</i>	<b>23</b>



## RESUMEN EJECUTIVO

*El crecimiento económico mundial fue decepcionante en 2014 y observamos debilitamiento en muchas regiones. La zona euro, incluida Alemania, acusó la ralentización de la actividad económica y la repercusión de las sanciones impuestas a Rusia tras la anexión de Crimea en marzo. Por el contrario, la economía estadounidense creció a un ritmo saludable. Esta divergencia en la evolución del crecimiento entre Estados Unidos y el resto del mundo también se vio reflejada en las diferentes políticas monetarias de los bancos centrales más importantes.*

*Los mercados financieros se caracterizaron en 2014 por el inesperado repunte de la renta fija ante la ausencia de inflación y las posturas acomodaticias de los bancos centrales. Durante la segunda mitad del año, el dólar logró finalmente ponerse a la altura de las expectativas cuando se revalorizó fuertemente frente a todas las demás divisas. Al igual que en 2013, la renta variable estadounidense obtuvo mejores resultados que los demás mercados desarrollados mientras los mercados emergentes afrontaban dificultades. Los precios de las materias primas estuvieron constantemente sometidos a la presión vendedora durante la segunda mitad del año, exacerbada por el efecto China y la caída de los precios del petróleo más de un 50%.*

*Se espera que se recupere levemente el crecimiento económico mundial en 2015 pero el nivel de riesgo aumenta. Europa tendrá que lidiar con la posible salida de Grecia, varias elecciones en el calendario y las altas expectativas de flexibilización monetaria por parte del BCE. La Reserva Federal tendrá que andar con pies de plomo para evitar trastocar el equilibrio tan delicado de los mercados, mientras que los países productores de crudo tendrán que soportar el encogimiento de los ingresos del petróleo dado que los precios han caído a los mínimos de hace cinco años y medio.*

*Varias decisiones de inversión afectaron al perfil de nuestras carteras en 2014 aunque las asignaciones a las distintas clases de activos se mantuvieron generalmente iguales. En enero vendimos lo que quedaba de nuestra exposición a la deuda de mercados emergentes en divisas locales y al oro físico. En marzo redujimos nuestra inversión en renta variable de mercados emergentes. Otras acciones dignas de mencionar fueron la sustitución de parte de nuestra posición en bonos de alta rentabilidad europea con préstamos europeos y el mayor peso en renta variable de mercados desarrollados en mayo. Durante el verano, vendimos bonos de alta rentabilidad estadounidense para invertir en una estrategia sin limitaciones de renta fija estadounidense e iniciamos una posición en acciones japonesas.*

*A principios de 2015 hemos reducido nuestra posición sobreponderada en la clase de activos de renta variable, pero hemos mantenido nuestra preferencia por la renta variable de mercados desarrollados frente a la de mercados emergentes. A lo largo del año, la renta variable debería beneficiarse de mejores valoraciones frente a la renta fija y de las políticas acomodaticias de los bancos centrales. Asimismo, la búsqueda de rentabilidad seguirá encaminando a los inversores hacia los altos dividendos que reparten las acciones blue chips. Nuestra asignación a instrumentos de deuda seguirá estando infraponderada dado que el ratio riesgo/beneficio de la renta fija con alta calificación es más asimétrico que nunca. Nuestra búsqueda de rentabilidad se centra en la renta fija con calificación de grado de inversión fuera de Europa y Estados Unidos, así como en crédito, alta rentabilidad y préstamos europeos.*

*Pese al arrollador consenso de los mercados, esperamos una mayor revalorización del dólar estadounidense. Seguimos evitando la clase de activos de materias primas dado que los ratios fundamentales han decaído durante el último año ante la ralentización de la demanda china, la amplia oferta, un dólar más fuerte y la baja inflación. Por último, la previsión para el oro no parece muy halagüeña en vista de que parte de la dinámica de su mercado se ha debilitado en los últimos años. Esto unido a la solidez del dólar y el riesgo de subida de los tipos de interés reales representan obstáculos que es difícil ignorar.*



## **2014: REVISIÓN DE NUESTROS TEMAS DE INVERSIÓN**

**La renta variable de los mercados desarrollados fue nuestra clase de activos preferida**

*A principios de 2014, nuestras decisiones sobre la asignación de activos clave estribaban en mantener una exposición sobreponderada a renta variable con una predilección clara por la renta variable de mercados desarrollados y adoptar una posición de cautela con respecto a la renta fija con alta calificación y el crédito con grado de inversión. Aunque nuestra decisión de favorecer la renta variable de mercados desarrollados en lugar de los de mercados emergentes resultó ser acertada, el fuerte rendimiento de la renta fija de los G-7 ha desafiado claramente nuestras expectativas (¡y las de los mercados!) de que los tipos de interés a largo plazo subirían muy ligeramente en el transcurso del año. La falta de una exposición a deuda de los mercados emergentes denominada en divisas locales resultó ser una decisión fructífera a la luz de la fuerte depreciación de divisas de algunos países en desarrollo.*

**Nuestra principal previsión para las divisas fue la revalorización del dólar**

*Nuestra principal previsión para las divisas fue la de un dólar estadounidense más fuerte durante todo 2014, especialmente frente al euro y el yen. Estas tendencias tardaron medio año en hacerse claramente patentes, pero el impacto de políticas monetarias divergentes y el ritmo de crecimiento tan rápido de la economía estadounidense provocaron fuertes depreciaciones en ambas divisas. En línea con las expectativas generalizadas, la paridad EUR/CHF osciló dentro de una franja relativamente estrecha aunque la continua presión alcista sobre el franco durante la segunda mitad de 2014 ha supuesto que la pareja cerrara el año justo por encima del suelo del Banco Nacional Suizo de 1,20 francos por euro.*

**Optamos por no exponernos a las materias primas**

*Durante el primer semestre de 2014, nuestra recomendación de evitar la exposición a las materias primas parecía al principio estar abocada al fracaso, dado que la clase de activos reflejó ganancias inesperadas, especialmente por los precios más altos de la energía y el oro. Sin embargo, esta tendencia demostró ser insostenible. La mayor parte de las materias primas se despidió de todas las ganancias de la primera mitad del año y los precios energéticos cayeron más de un 50% de las máximas observadas en junio.*

**El rendimiento de los fondos alternativos ha sido algo decepcionante**

*Por último, debemos admitir que el rendimiento del sector de fondos alternativos (hedge funds) en 2014 no ha logrado alcanzar nuestras expectativas. Las constantes intervenciones de los principales bancos centrales, las fuertes rotaciones sectoriales y el régimen de baja volatilidad son algunos de los factores más destacados que han impedido obtener un rendimiento más óptimo.*



## 2014: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS

### La divergencia de las políticas monetarias de los principales bancos centrales

#### **Las diferentes tendencias regionales provocan distintas políticas monetarias**

Uno de los acontecimientos más notables de 2014 fue los rumbos opuestos que han ido tomando las políticas monetarias de los principales bancos centrales. Por una parte, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra retiraron parte de su soporte y se empezaron a plantear la subida de sus tipos de interés. Por el contrario, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón decidieron introducir otra expansión cuantitativa (QE, quantitative easing). La mayor amenaza de deflación en Europa y la falta de progreso de la reforma en Japón son los principales detonantes de las decisiones de los bancos centrales de engordar aún más sus balances. Por el momento, la consecuencia más visible de estas políticas tan diversas se ha observado en los mercados de divisas con cambios considerables en las paridades más importantes desde el verano.

#### **La Reserva Federal terminó su programa de compra de activos tal y como estaba previsto**

En línea con su comunicado de finales de 2013, la Reserva Federal redujo su programa de compra de renta fija a partir de enero y lo terminó definitivamente en octubre. Esto implica que ya ha dejado de aumentar el balance del banco. Al mismo tiempo, la Reserva Federal ha mantenido su postura conciliadora y sus tipos de interés en mínimos históricos pese a la mejora observada en los mercados laborales. Esta cautela se debe en gran medida a las expectativas de una inflación por debajo de la paridad y la falta de crecimiento salarial, dado que el banco central estadounidense gestiona su propósito doble de asegurar precios estables con un objetivo de inflación de entorno al 2% y fomentar la tasa máxima de empleo.

#### **La Reserva Federal podría empezar a subir los tipos en 2015**

Frente a los temores que expresaron los bancos centrales de otras regiones clave, la Reserva Federal ha declarado su confianza en el progreso que está demostrando la economía estadounidense y las expectativas generalizadas son que el banco subirá por primera vez los tipos de interés a mediados de 2015. Sin embargo, el rango de previsiones sobre cuándo actuará por primera vez el banco central es bastante extenso, dependiendo de si el análisis se basa en acontecimientos nacionales positivos o en riesgos externos por la discrepancia entre las tendencias económicas observadas en Estados Unidos y el resto del mundo.



**El Banco Central Europeo vuelve a intervenir**

*El BCE anunció un cambio radical de su política monetaria en 2014. El crecimiento a trompicones y unas expectativas de inflación cada vez peores en la zona euro han empujado al banco central a entrar en acción. El presidente del BCE, Mario Draghi, ha declarado su intención de ampliar el balance del banco hasta un billón de euros, ya que pretende devolver el balance del BCE a las cifras de principios de 2012 de unos 2,7 billones de euros. El balance actual está en 2 billones de euros. Esto se hará mediante operaciones condicionadas de liquidez a más largo plazo (TLTRO) y la expansión cuantitativa por medio de la compra de una selección de activos de renta fija que también podría incluir renta fija. Sin embargo, hay un alto grado de incertidumbre sobre cómo se logrará este objetivo a la luz del desacuerdo entre los miembros del consejo del banco y las cuestiones relativas a la legalidad de la compra de renta fija. Las principales consecuencias de estos anuncios han sido la trayectoria descendente de las rentabilidades de renta fija, otro estrechamiento de los diferenciales entre bonos de países centrales y periféricos y la acentuada devaluación del euro.*

**El Banco de Japón impulsa su programa**

*A finales de octubre, el Banco de Japón también anunció que ampliaría su programa de compra de activos hasta un tercio más y no se limitaría a comprar más bonos del Estado, sino también acciones y fondos de inversión inmobiliaria. Esto implica que el banco central comprará en el mercado el equivalente a más del doble de la cantidad de nuevos bonos emitidos por el Estado, una cifra que está muy por encima de lo que han comprado la Reserva Federal y otros bancos centrales en sus programas de estímulo económico. Asimismo, el ministerio de asistencia social dio detalles sobre el largamente esperado plan de reestructurar la cartera de inversión de 1,2M\$ para el Fondo de inversiones de pensiones del Estado. Dijo que aumentaría su inversión en acciones japonesas y extranjeras más de 10 puntos porcentuales en ambos casos, con la intención de mejorar la rentabilidad para la creciente población de jubilados en Japón.*

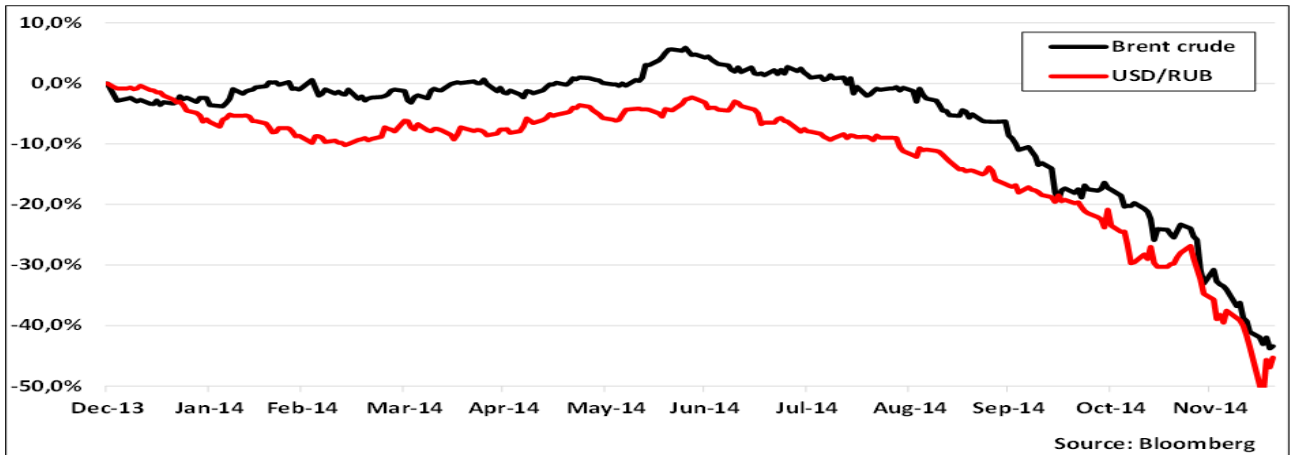
[Los mercados emergentes han sufrido turbulencias](#)

**Las aportaciones de crecimiento de los mercados emergentes han disminuido**

*Otra tendencia que distinguió al 2014 fue la menor aportación al crecimiento mundial de las economías de países emergentes, en especial las de Latinoamérica y Europa del Este. Estas economías han sufrido varios acontecimientos como la amenaza de guerra, sanciones económicas, revueltas políticas y la caída repentina de los precios de las materias primas. Además, la dinámica de crecimiento de la economía china ha seguido debilitándose a medida que los líderes del país intentan conciliar un aterrizaje suave de las tasas de crecimiento elevadas con la creación de empleo suficiente y una menor dependencia a las exportaciones e inversión del capital fijo.*

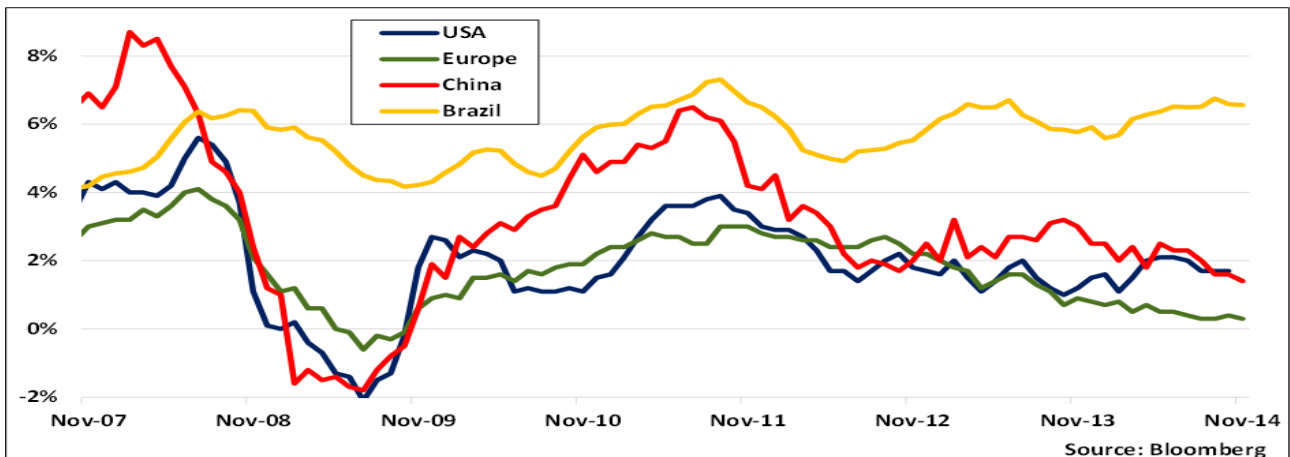


El desplome de los precios del crudo



El desplome de los precios del crudo durante la segunda mitad de 2014 tuvo un fuerte impacto en la estabilidad financiera de ciertos países productores de crudo, como Venezuela y Rusia. El riesgo de impago de la renta fija en Venezuela ha aumentado considerablemente por la excesiva dependencia del país a las exportaciones del petróleo, mientras que Rusia ha tenido que tomar ciertas medidas para soportar la caída en picado de su divisa. La gráfica muestra la correlación casi perfecta entre los precios del crudo y el rublo. En el momento de escribir esto, la presión bajista sobre el rublo ha remitido en cierta medida.

Inflación por todo el mundo (2007-2014)



Los tipos y las previsiones de inflación han decaído de tal modo en ciertas regiones que el temor a los riesgos de deflación han derivado en bajadas de los tipos de interés y una mayor flexibilización monetaria por parte de los bancos centrales más importantes. En Europa, la inflación global cayó de +0,8% a finales de 2013 a -0,2% en diciembre, mientras que la inflación básica se mantuvo estable en el +0,8% durante el mismo período. La economía estadounidense está en las primeras etapas de una trayectoria ascendente en el crecimiento salarial, lo que podría contribuir a contrarrestar parcialmente el impacto de la deflación importada. Mientras que la inflación principal medida por el IPC sufre el fuerte lastre de la caída de los precios energéticos, las presiones de los precios subyacentes deberían mantener el tipo de inflación subyacente en torno al 2% en 2015.



## Conclusiones

**El papel de los bancos centrales seguirá siendo esencial**

*Los bancos centrales mantendrán su postura acomodaticia y seguirán siendo los principales impulsores de los mercados de capital. Aunque la Reserva Federal suba los tipos de interés, serán subidas muy graduales y alertarán de antemano a los mercados. De hecho, el Comité Federal de Mercado Abierto podría decidir retrasar las subidas teniendo en cuenta la relativa fuerza de su economía con respecto al resto del mundo. El BCE se ve sometido a la presión de cumplir su promesa de ampliar su balance.*

**Se prevé que la economía estadounidense acapare la mayor parte del crecimiento mundial**

*El crecimiento mundial depende ahora más de la actividad de las economías desarrolladas, en especial la de Estados Unidos, a medida que los países luchan por introducir reformas estructurales y volver a encontrar el equilibrio de sus economías a ritmos de crecimiento más bajos. El desplome de los precios energéticos y el debilitamiento generalizado de los mercados de materias primas generan inestabilidad en ciertas regiones en desarrollo que podría tener repercusiones negativas.*

**La falta de presiones inflacionistas**

*Hay pocos motivos por los que creer que las presiones inflacionistas mundiales empezarán a remontar en los siguientes trimestres, especialmente a la vista de las tendencias reinantes de los precios de las materias primas y la oferta tan elevada. En Estados Unidos, los mercados laborales están en proceso de mejora y podrían ejercer cierta presión sobre los salarios y propiciar expectativas de inflación más elevadas.*

**Los mercados emergentes deben ajustarse a tasas de crecimiento más lentas**

*El crecimiento de los mercados emergentes se ralentiza en términos estructurales mientras China se encuentra en pleno proceso de encontrar el equilibrio para su economía aspirando a un modelo menos dependiente de las exportaciones. El impacto del debilitamiento de los precios de las materias primas varía significativamente de una región a otra y la normalización de la política monetaria estadounidense hace que los países que dependen de capital externo sean más vulnerables.*





## 2014: LOS MERCADOS FINANCIEROS

El desplome de la rentabilidad de los bonos del Estado y la caída en picado de los precios del crudo fueron las tendencias más destacadas de 2014 y, en gran medida, las menos previstas. Por el contrario, el fortalecimiento del dólar estadounidense era de esperar, aunque su revalorización superara la mayoría de las previsiones. En cuanto a los mercados de renta variable, las condiciones resultaron ser más difíciles de lo que se había anticipado y los resultados de la renta variable estadounidense superaron una vez más los de los demás mercados principales.

### Rendimiento en 2014

	Cierre 2013	Cierre 2014	Rendimiento 2014
<b>Renta variable</b>			
S&P 500	1848.4	2058.9	+ 11.4%
Euro Stoxx 50	3109.0	3146.4	+ 1.2%
MSCI EM	1002.7	956.3	- 4.6%
<b>Renta fija</b>			
UST a 10 años	3.03%	2.17%	- 86bps
Bund a 10 años	1.93%	0.54%	- 139bps
BBB EU	3.42%	1.61%	- 181bps
<b>Divisas</b>			
EUR/USD	1.374	1.210	- 11.9%
USD/CHF	0.893	0.994	+ 11.3%
GBP/USD	1.656	1.558	- 5.9%
USD/JPY	105.3	119.8	+ 13.8%
EUR/CHF	1.227	1.203	- 2.0%
<b>Materias primas</b>			
Índice CRB	280.2	230.0	- 17.9%
Petróleo, WTI	\$ 98.4	\$ 53.3	- 45.9%
Oro	\$ 1206	\$ 1185	- 1.7%

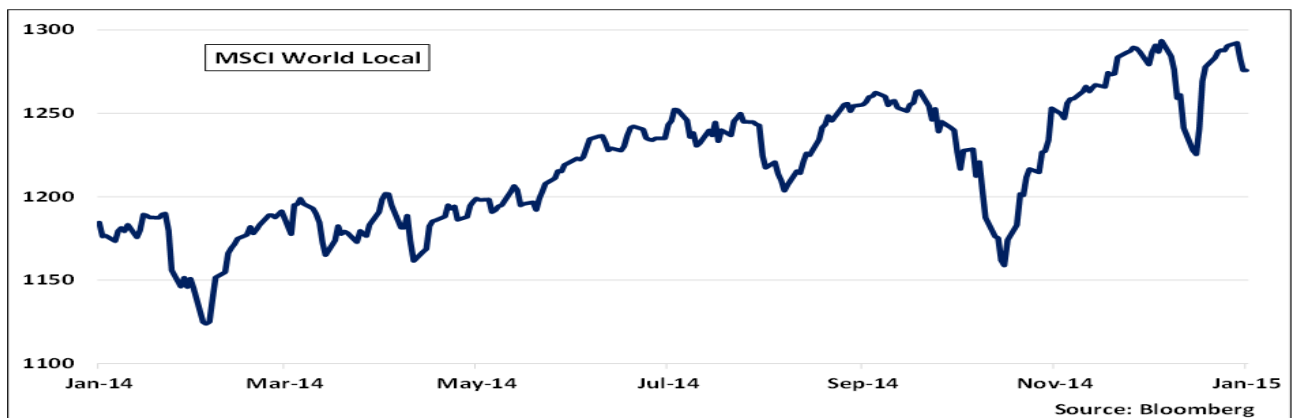
### Renta variable

La mayoría de los principales índices de renta variable generó rentabilidades de un único dígito en 2014 dado que el decepcionante crecimiento mundial, la tensión geopolítica y el temor a la deflación impidieron obtener mejores resultados de las acciones. El índice MSCI World creció un 7,7% en términos de divisa local (sólo un 2,9% en términos de USD), debido principalmente a las aportaciones de los mercados desarrollados. Los mercados emergentes sufrieron otro año duro (-4,6% para el índice MSCI EM en términos de USD), con la excepción de China y la India.

Al igual que en 2013, la renta variable estadounidense obtuvo resultados superiores a los demás mercados desarrollados bajo el liderazgo de los sectores más defensivos (servicios públicos, tecnología y asistencia sanitaria). El índice S&P 500 subió un 11,4% mientras que el índice Euro Stoxx 600 subió un 4,4% y el índice japonés Topix un 8,1% frente a la caída del índice británico FTSE 100 de un 2,7%. El enfoque en las blue chips de alta calidad se tradujo en un rendimiento inferior de las pequeñas empresas (ganancia del 3,5% para el índice Russell 2000) y un rendimiento positivo del índice suizo SMI (9,5%) gracias a las aportaciones de los pesos pesados Novartis, Nestlé y Roche.



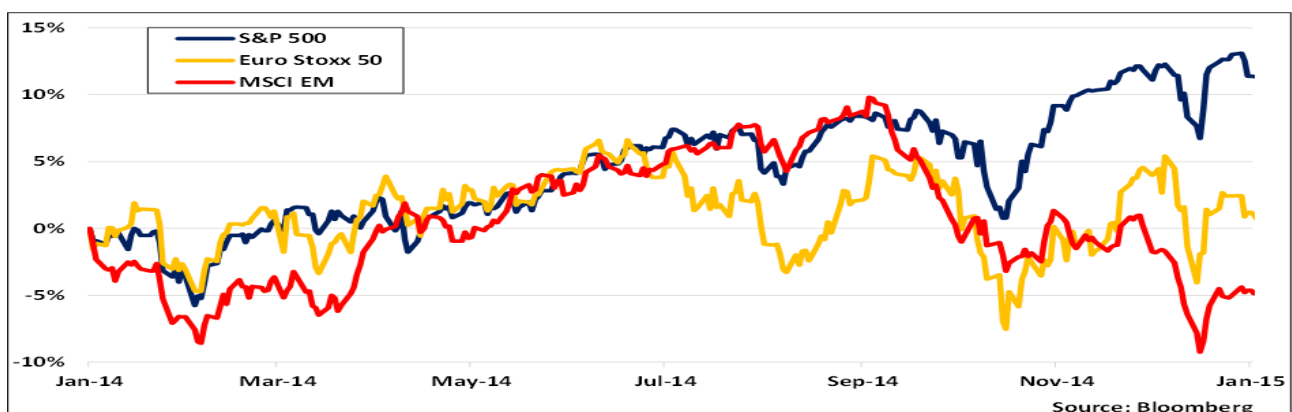
### Índice MSCI World Local



Los mercados de renta variable mundiales empezaron mal el año por las tensiones en los mercados emergentes que provocaron pérdidas en todas las regiones. A partir de febrero, los mercados de renta variable demostraron su resistencia al dejar de lado los problemas geopolíticos y ascender con el impulso de las políticas acomodaticias de los bancos centrales, la actividad corporativa y las valoraciones relativamente atractivas.

Esta tendencia de relativa calma terminó en septiembre cuando la renta variable sufrió un fuerte reverso ante la preocupación por los planes del BCE de aumentar su balance y el temor a que el mundo estuviera abocado a un entorno deflacionista. Este bache precedió un repunte de dimensiones parecidas tras las palabras tranquilizadoras de la Reserva Federal, que afirmaba que las condiciones económicas no estaban tan mal, y los fuertes beneficios publicados por las empresas estadounidenses en el tercer trimestre. Los mercados de renta variable también aprovecharon el anuncio de otro estímulo monetario por parte del Banco de Japón.

### S&P 500 - Euro Stoxx 50 - MSCI Mercados Emergentes

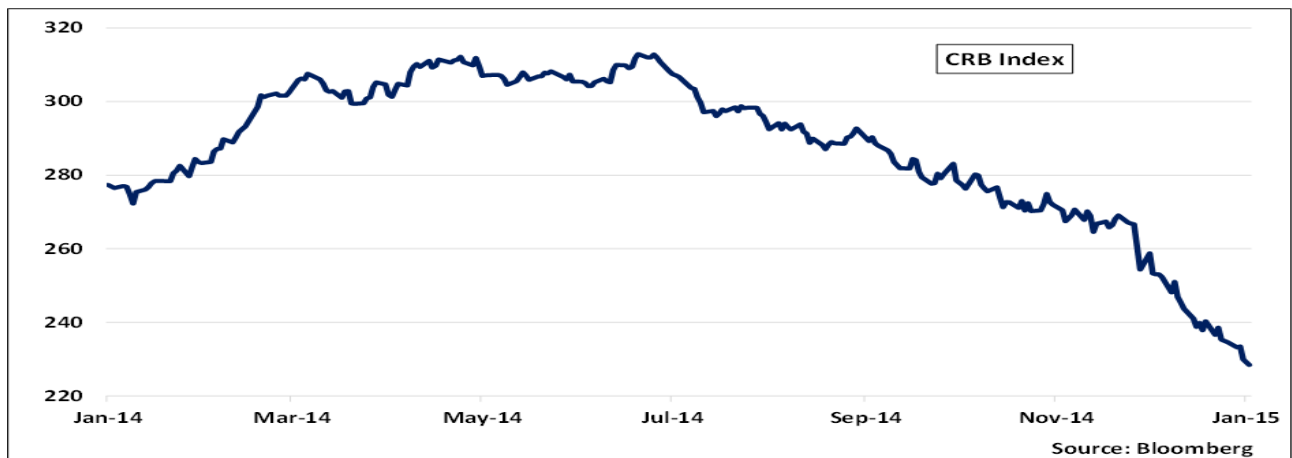


La renta variable en Estados Unidos, Europa y los mercados emergentes tuvo resultados similares durante la primera mitad de 2014. A partir de ahí, la renta variable estadounidense se puso claramente a la cabeza de sus homólogos. El escalado del conflicto en Ucrania afectó al sentimiento de las empresas y los mercados en Europa, mientras que la fuerza de la economía estadounidense que hizo crecer las perspectivas de subidas de los tipos de interés perjudicó a los activos financieros de los países en desarrollo.



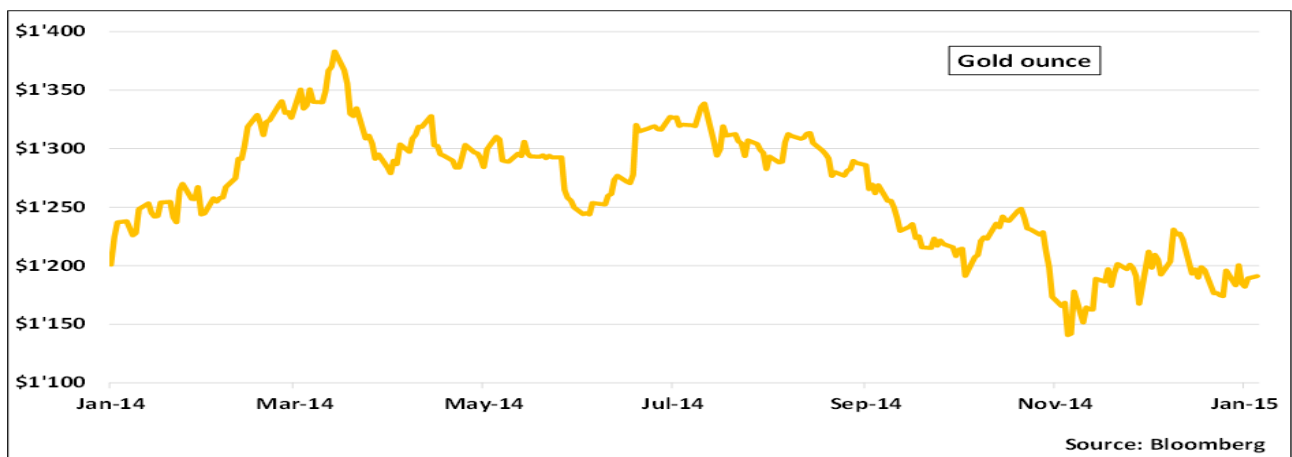
## Materias primas

### Índice CRB



El año 2014 fue un año dividido en dos mitades para la clase de activos de materias primas. El rendimiento positivo de la primera mitad fue generalmente inesperado al tener en cuenta el modesto ritmo de crecimiento económico y la amplia oferta en la mayoría de las materias primas. La tendencia de los mercados de materias primas cambió radicalmente durante la segunda mitad del año. El acontecimiento más significativo fue el hundimiento de los precios del crudo porque el exceso de oferta contrarrestó las preocupaciones por los problemas geopolíticos en Oriente Medio y Ucrania. La decisión tomada a finales de noviembre por parte de los países exportadores de petróleo (OPEP) de no hacer recortes en su producción se sumó a la constante presión sobre los precios, que cayeron más de un 50% desde las máximas observadas en junio.

### Oro



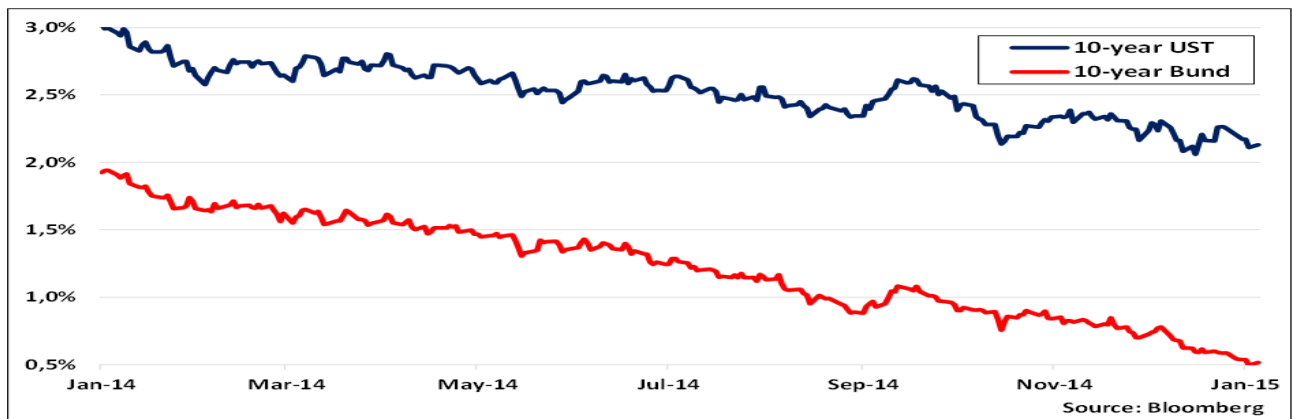
Al igual que la mayoría de las materias primas, el precio del oro empezó mucho mejor de lo esperado con una revalorización del 15% en el primer trimestre. Tras un período de relativa estabilidad que se prolongó hasta finales de verano, el oro fue despidiéndose de todas sus ganancias para terminar el año con una pérdida de 1,7%, principalmente debido a la solidez del dólar.



## Instrumentos de deuda

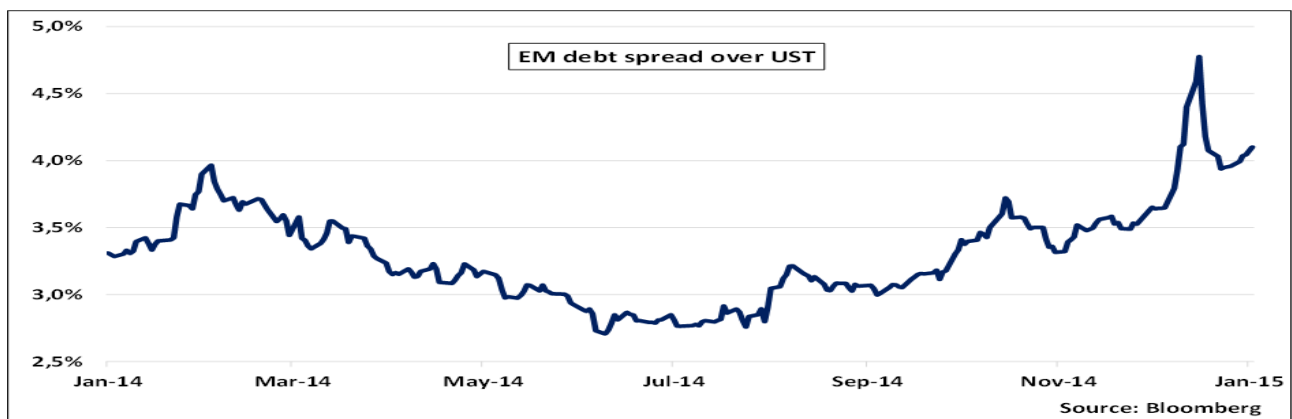
El rendimiento de los bonos del Estado de todo el mundo fue la mayor sorpresa de 2014, dado que las rentabilidades alcanzaron mínimos históricos en muchos mercados. A principios de año, los inversores se mostraron generalmente preocupados por el riesgo de rentabilidades cada vez más altas, pero un entorno de inflación extremadamente baja y la búsqueda continuada de rentabilidad resultaron ser un gran apoyo para la renta fija de alta calificación.

### Rentabilidades de bonos del Estado alemanes y estadounidenses a 10 años



La caída de las rentabilidades de los bonos del Estado estadounidenses y los alemanes a 10 años del índice de referencia fue implacable en 2014. Tal y como se observa en la gráfica anterior, sus rentabilidades cayeron del 3,03% y 1,93% de finales de 2013 a al 2,17% y 0,54% respectivamente al cierre de 2014.

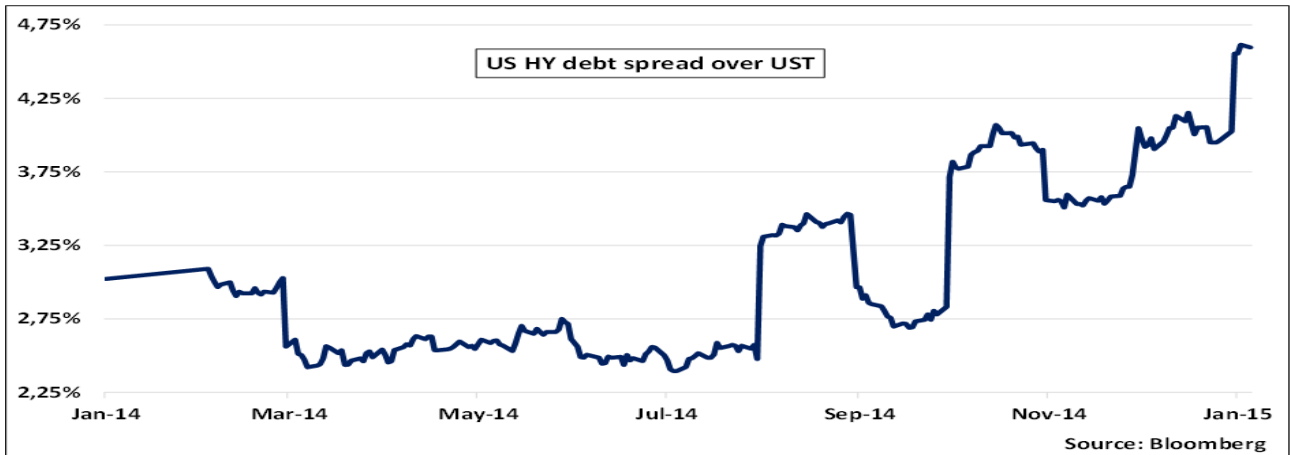
### Diferencial de la deuda de los mercados emergentes



El diferencial de las rentabilidades de la deuda de los mercados emergentes sobre las rentabilidades de los bonos del Estado estadounidenses (índice JPMorgan EMBI Global Spread) se ha ampliado del 3,3% registrado al cierre de 2013 al 4,4% pese a haber tocado fondo en junio con un 2,7%. La subida del dólar y el temor de los inversores a una posible bajada de calificación en Rusia y el posible impago en Venezuela han contribuido a este diferencial más amplio.



**Diferencial de deuda de alta rentabilidad estadounidense**



Se ha observado cierta tensión en el ámbito de la deuda de alta rentabilidad desde el verano, dado que los flujos de salida de fondos cotizados provocaron diferenciales más amplios, debido en gran parte a la incapacidad de los creadores de mercado de absorber los volúmenes en oferta.

**Rendimiento del la renta fija en 2014 (USD)**

World Government Bond Index	+ 7.9%
U.S. Credit AAA	+ 5.4%
U.S. Credit BBB/BB	+ 11.6%
Global Emerging Market Sovereign	+ 7.1%
U.S. High Yield	+ 1.8%

**Divisas**

El USD se revalorizó frente a todas las demás divisas bajo la influencia de un fuerte crecimiento económico estadounidense y el alejamiento de la Reserva Federal de los programas de estímulo. Al mismo tiempo, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón introdujeron una mayor flexibilización monetaria para ampliar sus balances y apoyar sus economías, lo que detonó la depreciación de sus divisas en la segunda mitad del año.

La presión bajista sobre el euro supuso que la paridad EUR/CHF se quedara justo por encima del suelo fijado por el Banco Nacional Suizo hace más de 3 años. Sin embargo, el banco central apenas tuvo que intervenir en los mercados para evitar que el franco sobrepasara el 1,20.

Las divisas de los países exportadores de materias primas estaban sometidas a fuertes presiones en 2014 y el movimiento más dramático fue protagonizado por el rublo ruso al depreciarse un 46% frente al dólar por el doble impacto de sanciones económicas y el hundimiento de los precios del petróleo. Desde principios de año, el banco central ruso subió los tipos de interés un 11,5% para situarse en el 17% y se gastó 120.000 millones de dólares estadounidenses de las reservas en defender su divisa y luchar contra la inflación.



### Fondos alternativos (Hedge Funds)

La mayoría de los gestores de fondos alternativos lucharon por obtener fuertes rendimientos en 2014 dado que el fondo de alto riesgo promedio produjo resultados bajos a medios de un único dígito. Los mejores resultados anuales provinieron de fondos que siguen las tendencias (CTA) y aprovecharon tendencias sólidas en los mercados de divisas, bonos, renta variable y energía. Paradójicamente, la estrategia de “systematic trading” empezó el año 2014 como la estrategia menos valorada y era la única que había sufrido flujos de salida en el transcurso del año anterior. Los fondos en el ámbito de créditos tuvieron resultados relativamente favorables, mientras que la estrategia long/short sólo se tradujo rendimientos modestos pese al entorno favorable de la renta variable. Los gestores que eligieron la estrategia global macro tampoco lograron satisfacer las expectativas al sufrir el golpe de un entorno caracterizado por tipos de interés bajos y oscilaciones contenidas en los precios.

Las dificultades experimentadas en el sector de los fondos alternativos en 2014 repercutieron en el cierre de un elevado número de fondos. Durante la primera mitad del año se cerraron 461 fondos según Hedge Fund Research, es decir, el peor año de cierres desde 2009, cuando se liquidaron 1.023 fondos de este tipo. Pese al hecho de que el sector de fondos alternativos tiene la mayor cantidad de activos jamás vista, muchas empresas pequeñas y medianas han sido incapaces de hacer crecer sus activos y la probabilidad de amortización les podría hacer plantearse si seguir o no.

### Índice HFRX Global Hedge Fund



### Rendimiento de las estrategias de fondos alternativos en 2014 (\*finales de noviembre)

Índice HFRX Global Hedge Fund	- 0.6%
Índice HFRX RV FI Convertible Arbitrage	- 9.4%
Índice HFRX Multi-Emerging Markets	+ 1.0%*
Índice HFRX RV FI Corporate	+ 3.5%*
Índice HFRX Equity Hedge	+ 1.4%
Índice HFRX Macro Multi-Strategy	+ 3.1%*
Índice HFRX Event Driven	- 4.1%
Índice HFRX Equity Hedge Short Bias	- 7.0%*
Índice HFRX Macro Systematic Diversified CTA	+ 3.2%



## 2015: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

### **Mejora modesta en la economía mundial para este año**

Tras otro año de crecimiento económico decepcionante, se espera una leve mejora de la actividad económica mundial en 2015. La economía estadounidense se ha situado a la cabeza de la mejora y debería seguir erigiéndose como principal motor de crecimiento en los próximos trimestres. La mejora del país se basa en una economía nacional más fuerte que se beneficia de una menor tasa de desempleo, la recuperación del mercado inmobiliario y menos costes energéticos.

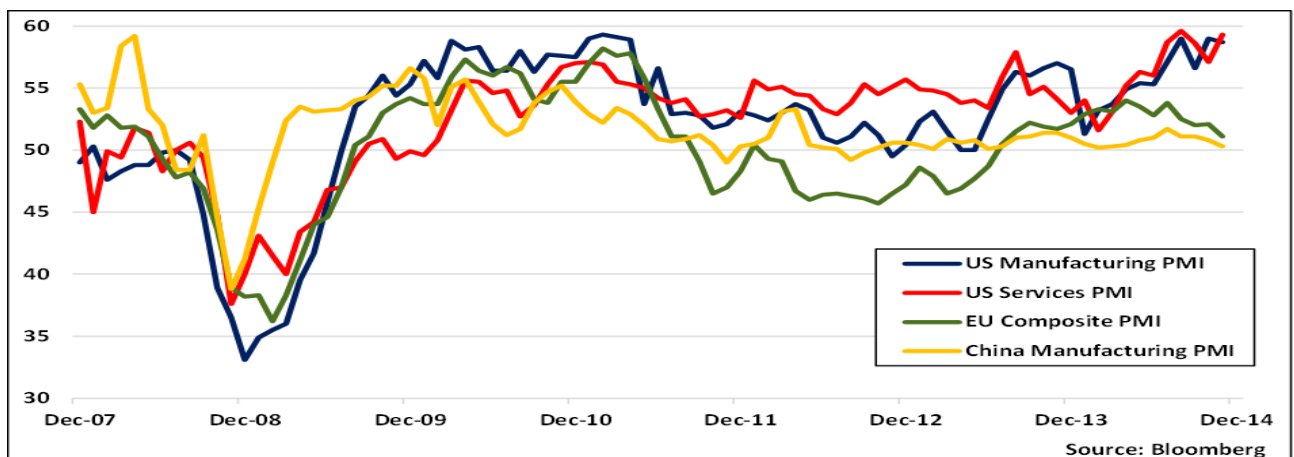
### **A la zona euro le espera un año lleno de retos**

Se espera que Europa tenga resultados algo mejores gracias a un euro más débil, el apoyo adicional del banco central de la región y una leve mejora del ciclo crediticio. Sin embargo, este año que empezamos ahora traerá dificultades por riesgos políticos, como el apretado calendario electoral caracterizado por el auge del populismo y los partidos radicales, y otros riesgos como las divisiones dentro del BCE y la oposición a su programa de expansión cuantitativa, así como la falta de reformas significativas en Francia e Italia.

### **Algunos países en desarrollo estarán deseando que suban los precios del petróleo**

La economía mundial y la mayoría de los países deberían agradecer la caída en picado de los precios del crudo, incluidos los mercados emergentes como China y la India. De entre las primeras potencias, Japón será la más beneficiada, pero Estados Unidos, la zona euro y el Reino Unido también sacarán provecho. Al margen de los productores del Golfo, los más perjudicados son Nigeria, Venezuela y Rusia.

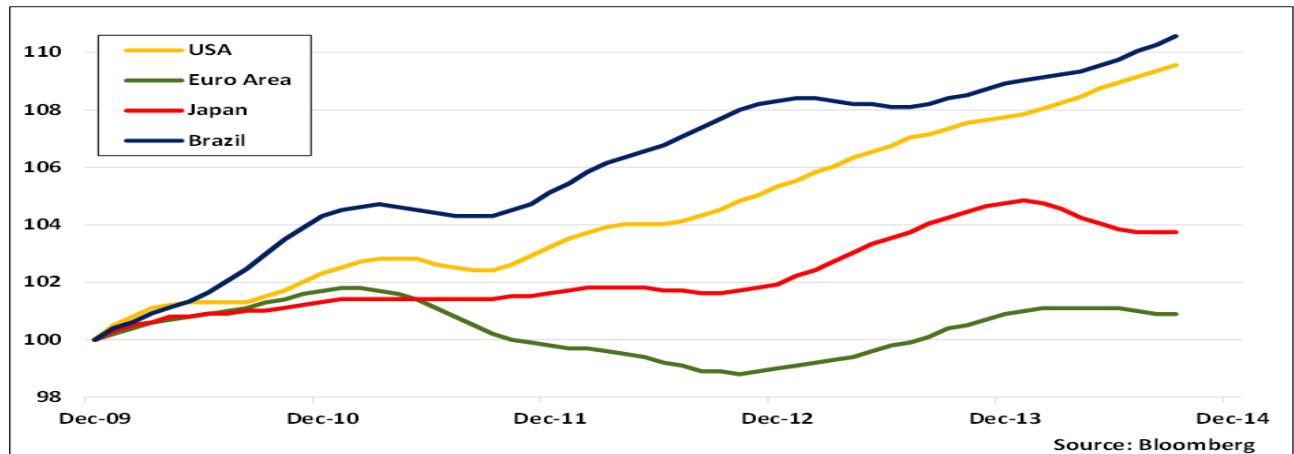
### Indicadores adelantados: Índices de gestores de compras (PMI)



La gráfica anterior muestra que mientras la economía estadounidense fue ganando impulso en 2014, la actividad en la zona euro decayó y el PMI compuesto de la región cayó de 53,8 en julio a 51,1 en noviembre. Se puede observar esta misma tendencia en China donde el PMI manufacturero ha bajado de 51,7 a 50,3 en ese mismo período.

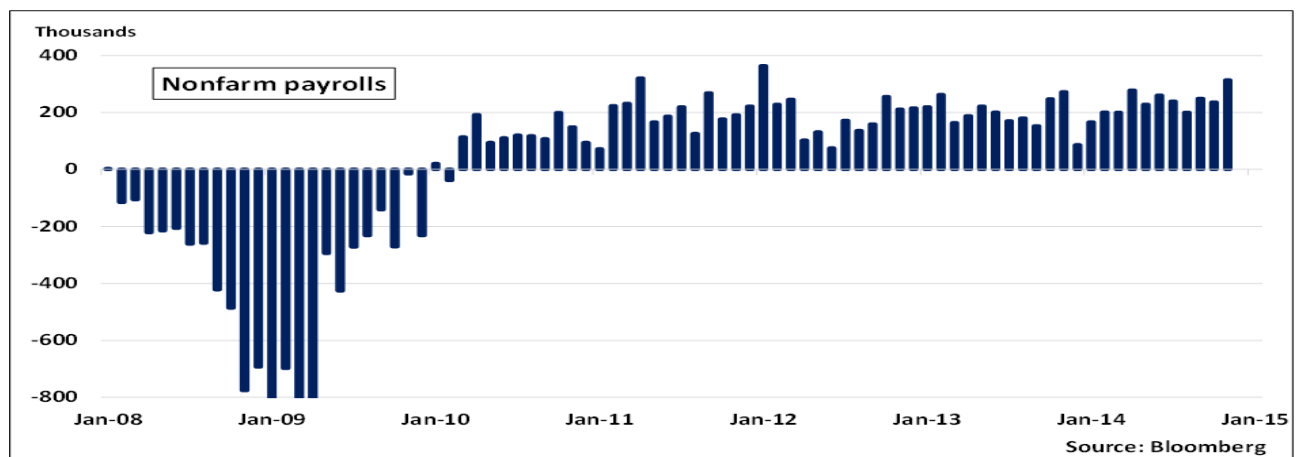


### Indicadores adelantados: Indicadores compuestos adelantados de la OCDE



La gráfica refleja las distintas tendencias observadas en diferentes regiones. La salud plena de la economía estadounidense se refleja en la constante mejora de sus indicadores adelantados y el modo en que está alcanzando a la economía brasileña. Para 2015, las aportaciones al crecimiento mundial de las economías más maduras, especialmente Estados Unidos y el Reino Unido, aumentarán relativamente más que las de los países en desarrollo. Aunque los indicadores adelantados apuntaban a una mejora en todas las regiones para finales de 2013, los últimos acontecimientos en Europa y Japón han sido menos alentadores, como se pudo observar en una tendencia más plana de sus respectivos indicadores adelantados.

### Los mercados laborales: Nóminas no agrícolas en Estados Unidos

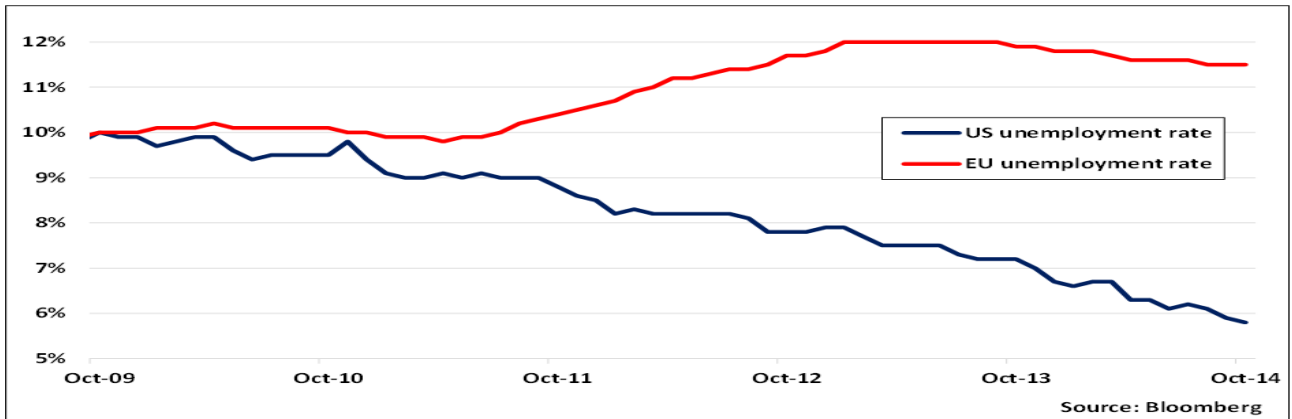


Las condiciones en los mercados laborales estadounidenses mejoraron durante el año con un aumento del número promedio de empleos no agrícolas creados en el sector privado, de 197'000 registrados en 2013 a 234'000 en 2014. Sin embargo, esta mayor tasa de creación de empleo no estaba acompañada de un repunte en la tasa de actividad (cociente entre la población en edad de trabajar y la población activa), que se mantiene en las cifras de finales de 2013 del 62,8%.





Los mercados laborales: Tasas de desempleo de Estados Unidos y la Unión Europea



La gráfica muestra que las tasas de desempleo en Estados Unidos y en Europa estaban prácticamente iguales en 2009. Desde entonces, la tasa de desempleo estadounidense ha caído al 5,8%, tras caer un 1,2% en el transcurso del año pasado. Sin embargo, el mercado laboral no se ha recuperado del todo, dado que los salarios sólo muestran una subida moderada. En Europa, la tasa de desempleo apenas ha caído de la cota máxima alcanzada en 2013 del 12% para situarse en el 11,5%, mientras que el porcentaje de desempleados a largo plazo sigue aumentando.

Conclusiones

**La bajada de los precios del petróleo presenta ciertos riesgos**

La caída de los precios del petróleo es un efecto global positivo para la economía mundial, pero entraña un riesgo para la estabilidad política de ciertos países productores. Los bancos centrales de muchos países emergentes estarán sometidos a menos presión de subir los tipos de interés si se tiene en cuenta la ponderación de la energía en las cestas utilizadas para medir la inflación. Han surgido riesgos geopolíticos durante el último año y las tensiones siguen siendo elevadas en varias regiones. Una vez más, el FMI ha revisado a la baja la tasa de crecimiento económico mundial para dejarla ahora en el 3,8% para 2015. La economía estadounidense será el principal impulsor de crecimiento y los principales bancos centrales tendrán que hacer frente a expectativas muy elevadas y evitar trastocar el delicado equilibrio de los mercados financieros.

**Leve repunte del crecimiento mundial en 2015**

Nos hubiera gustado poder mostrarnos más optimistas, pero el resultado más probable para la economía mundial es el de otro año renqueando, ya que Europa sigue siendo un punto débil, Japón tiene aún mucho camino por recorrer antes de poder observar una verdadera mejoría, China está sufriendo para ajustar su modelo económico y los países de mercados emergentes crecen a un ritmo más lento. Los principales riesgos son las posibles consecuencias de los problemas de los productores del petróleo, los riesgos políticos en Europa, la amenaza de deflación, un aterrizaje brusco en China y los errores en las políticas de los bancos centrales más influyentes.



## 2015: PREVISIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

### **Muchas cosas parecen seguir igual que hace un año**

*A primera vista, parece que poco ha cambiado con respecto a hace un año. Estados Unidos siguen en modo de recuperación, Europa sigue luchando por crecer, Japón sigue con su batalla contra la deflación y China sigue intentando controlar la ralentización. Las valoraciones en acciones siguen sin ser extremas, las rentabilidades de los bonos siguen cayendo y las políticas de los bancos centrales siguen siendo muy acomodaticias.*

### **Podrían cambiar ciertas tendencias importantes**

*Sin embargo, puede que se avencinen ciertos cambios. El dólar estadounidense está a punto salir de un mercado bajista de 30 años, los bajos tipos a largo plazo podrían por fin empezar a subir y la volatilidad podría aumentar. El ascendente crecimiento, una inflación que toca fondo y el continuado apoyo de los bancos centrales presentan un entorno favorable para la renta variable y los créditos en 2015, mientras que los bonos del Estado no tienen ningún atractivo. Esto explica por qué nuestra recomendación para la asignación de activos no se verá afectada por cambios radicales por el momento.*

## Previsión para instrumentos de deuda

### **Pese a las condiciones favorables, los bonos del Estado no son atractivos**

*Las condiciones de mercados favorecen los instrumentos de deuda, dado que seguramente continúen en 2015 los factores que mantienen las rentabilidades bajas, como el exceso de ahorro mundial, la baja inflación y las políticas de los bancos centrales. Sin embargo, como vemos los bonos soberanos demasiado caros y el perfil riesgo/rendimiento poco atractivo preferimos las inversiones en otro activo de la clase de renta fija para objetivos de ingreso.*

### **Es difícil predecir cuándo empezará a subir la Reserva Federal los tipos**

*En la actualidad, los bonos del Estado estadounidenses ya reflejan la probabilidad de que la Reserva Federal empiece a subir los tipos en el tercer trimestre, más tarde de lo que espera actualmente la mayoría de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto. Si la economía estadounidense creciera por encima de la media en la primera mitad del año, aumentaría la probabilidad de que se suban los tipos antes y las rentabilidades subirían más, lo que generaría una oportunidad de compra.*

### **Las tasas de impago de deuda corporativa deberían permanecer bajas**

*Las condiciones macroeconómicas actuales y las acciones de los bancos centrales fomentan la probabilidad de que las tasas de impago de deuda corporativa sigan siendo bajas y contribuyen a obtener resultados decentes de productos diversificados. Los ratios fundamentales económicos y de divisas para los bonos de mercados emergentes aún no son atractivos y la salud corporativa está decayendo, lo que implica que es demasiado pronto para volver a esta clase de activos.*



### Previsión para la renta variable

**Los mercados de renta variable siguen siendo muy fiables gracias a las políticas acomodaticias**

Las políticas de los principales bancos centrales siguen favoreciendo los activos arriesgados, aunque los riesgos relativos a los errores de comunicación o de políticas han aumentado ante la fuerte dependencia de los mercados al apoyo monetario. Aunque se espera que la Reserva Federal suba los tipos en la segunda mitad de 2015, es probable que se amplíe la totalidad de los balances de los bancos centrales a raíz de los programas del Banco Central Europeo y el Banco de Japón.

**Las valoraciones de la renta variable no son exageradas**

Desde el punto de vista de la valoración, la renta variable es más atractiva que la renta fija y, a excepción del mercado estadounidense, los mercados desarrollados negocian algo por debajo de sus valoraciones históricas a largo plazo en función del CAPE (ratio precio-beneficios ajustado al ciclo). Sobre esta base, Japón, Reino Unido y ciertos mercados de la zona euro son de los más atractivos.

**Los resultados de la renta variable de los mercados emergentes podrían seguir siendo inferiores**

La renta variable de los mercados emergentes podría seguir mostrando resultados decepcionantes porque no se han descontado suficientemente sus valoraciones para contrarrestar condiciones macroeconómicas menos favorables y un ciclo de materias primas en fase bajista.

### Inversiones alternativas

**Los fondos alternativos aportan valor a las carteras**

Las inversiones alternativas añaden valor a las carteras por su capacidad de explotar los fallos del mercado, reducir la volatilidad de la cartera, aportar diversificación y abrir la puerta a estrategias complejas. Parte de nuestro método actual se centra en la estrategia macroeconómica global y la long/short, que deberían aprovechar las correlaciones más bajas entre renta variable, sectores y países.

**Deberían mejorar las condiciones de los fondos alternativos**

Para ciertas estrategias, las condiciones económicas y del mercado han evolucionado de manera positiva y creemos que el entorno favorecerá más el avance de los fondos alternativos. Las tendencias cambiantes de los tipos de interés y el alejamiento de regímenes de mercados a favor o en contra de asumir riesgos (risk-on/risk-off) son algunos de los motivos por los que los gestores de fondos alternativos podrían tener éxito este año.

**Mejores oportunidades para los productos estructurados en el caso de un régimen de mayor volatilidad**

Nuestras inversiones en productos estructurados fueron limitadas en 2014 por condiciones generalmente desfavorables para el tipo de productos en los que invertimos. Si mejoraran estas condiciones, con una mayor volatilidad en concreto, esperaríamos que aumentara nuestra asignación a este espacio.



### Previsión para el oro

**El oro ha perdido parte de su brillo...**

*Al considerar todos los factores, la previsión no parece muy prometedora para el oro, dado que se ha debilitado parte de la dinámica de su mercado estos últimos años. Ya no parece bastar el anuncio de una mayor flexibilización monetaria y más períodos de alta volatilidad para hacer despegar los precios del oro. Es más, la solidez del dólar y el riesgo de que suban los tipos de interés reales son obstáculos que no podemos ignorar.*

**...pero aún no lo descartamos por completo**

*Las previsiones a corto plazo tan poco atractivas para los precios del oro no deberían restar valor al hecho de que se sigue considerando el oro como una cobertura frente a riesgos más extremos como el posible resurgir de una crisis en la zona euro. Los tipos de interés bajos y la previsión de resultados modestos de otros activos también suponen que el costo de oportunidad de invertir en oro es insignificante, por lo que seguimos abiertos a la posibilidad de volver a construir una posición en algún momento.*

### Previsión para divisas

**El dólar debería seguir revalorizándose**

*Una de las opiniones más consensuadas sobre los mercados es una mayor revalorización del dólar estadounidense. Aunque uno no se siente realmente cómodo al unirse a un consenso tan arrollador, los motivos del optimismo sobre el dólar parecen ser muy convincentes: el fuerte crecimiento, una política monetaria más estricta, la estabilidad política nacional y la disposición de otros bancos centrales a debilitar sus divisas deberían contribuir a impulsar aún más al dólar.*

**El franco suizo rondará por encima de su suelo de 1,20**

*Varios factores ejercieron una presión alcista sobre el franco suizo durante el cuarto trimestre, lo que llevó al Banco Nacional Suizo a introducir un tipo de interés negativo en los depósitos para contener el valor de su divisa. Con vistas al futuro, esperamos que la paridad EUR/CHF oscile dentro de una franja estrecha próxima al suelo de 1,20\*.*

*\*Este documento fue redactado antes del anuncio del Banco Nacional Suizo que eliminó el piso EUR/CHF a 1.20 ; nuestra visión actual es que el cambio debería mantenerse dentro de un rango 0.95/1.05.*

**El yen y la libra esterlina perderán más terreno**

*Esperamos que el yen japonés se devalúe aún más frente al dólar bajo la influencia de la agresiva expansión monetaria por parte del Banco de Japón y los diferenciales de crecimiento. La libra esterlina debería también perder cierto territorio frente a la divisa estadounidense por determinados indicios de debilitamiento económico, un gran déficit de la balanza por cuenta corriente y la inestabilidad política ante las próximas elecciones.*

**Las divisas de mercados emergentes y materias primas seguirán sometidas a presión**

*La previsión para las divisas relacionadas con materias primas también es bajista. Una demanda aletargada y los precios de materias primas más bajos afectarán negativamente al valor de las divisas como el dólar australiano y el rand sudafricano. El rendimiento de las divisas de los mercados emergentes variará considerablemente al igual que los anclados al dólar tendrán mejores resultados que los que se quedan atascados intentando seguir siendo competitivos.*



## 2015: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

### Instrumentos de deuda

**Mantenemos una posición infraponderada en la clase de activos de instrumentos de deuda**

Nuestra asignación a instrumentos de deuda seguirá siendo infraponderada dado que el ratio riesgo/beneficio de la renta fija de alta calificación es más asimétrico que nunca. Partiendo de rentabilidades en mínimos históricos, los bonos parecen estar muy expuestos a la venta masiva si el crecimiento económico nos sorprendiera gratamente y si el BCE no cumpliera las expectativas de una expansión monetaria a gran escala.

**Preferimos el crédito europeo antes que el estadounidense**

Nuestra búsqueda de rentabilidad se centra en la renta fija con calificación de grado de inversión fuera de Europa y Estados Unidos, así como en crédito, alta rentabilidad y préstamos europeos. En el transcurso de 2014 cerramos nuestra posición en alta rentabilidad estadounidense por la preocupación de las valoraciones y la baja liquidez. No estamos dispuestos a cambiar nuestra ponderación en esta fase. Seguimos evitando la deuda de los mercados emergentes denominada en divisa local por expectativas de un dólar más fuerte y los focos de tensión en varias regiones.

### Renta variable

**Seguimos con la posición sobreponderada en renta variable pero en menor grado**

Estamos reduciendo nuestra posición sobreponderada en la clase de activos de renta variable, pero mantenemos nuestra preferencia por la renta variable de mercados desarrollados frente a los de mercados emergentes. Los últimos acontecimientos en la zona euro (riesgo de que Grecia salga de la Unión Europea, presión en el BCE) nos han llevado a reducir parte de nuestra exposición a la renta variable europea por motivos tácticos y aumentar nuestra posición en efectivo. A lo largo de 2015, la renta variable debería beneficiarse de mejores valoraciones frente a la renta fija y de las políticas acomodaticias de los bancos centrales. Asimismo, la búsqueda de rentabilidad seguirá atrayendo a inversores hacia los altos dividendos que reparten las blue chips.

**La renta variable de mercados emergentes podría seguir obteniendo resultados decepcionantes**

La combinación de una productividad descendente, inestabilidad política y crecimiento aletargado en China podría pesar sobre los precios de la renta variable de mercados emergentes pese a valoraciones algo inferiores que los de los mercados desarrollados. Para nuestra exposición a la renta variable de mercados emergentes, preferimos Asia que Latinoamérica y Europa del Este.

**Optamos por la renta variable de mercados desarrollados**

Mantendremos una extensa asignación a renta variable de mercados desarrollados, enfocada a Estados Unidos por su fuerte crecimiento y mayor estabilidad; a Europa por un posible repunte si no se produce ningún revés; y a Japón por el apoyo de su banco central, los flujos de asignación y las valoraciones tan baratas.



## Materias primas

**Los ratios fundamentales de las materias primas han decaído**

Los ratios fundamentales de la clase de activos de materias primas se han deteriorado en el último año ya que la ralentización de la demanda, la extensa oferta, la revalorización del dólar y la baja inflación han provocado una fuerte bajada en los precios. El hundimiento del precio del petróleo reducirá el coste de producir materias primas y por tanto ejercerá una mayor presión bajista sobre los precios.

**Los precios del petróleo se estabilizarán en cotas más altas en 2015**

Esperamos que los precios del petróleo se estabilicen finalmente en cotas más altas, dado que los precios actuales no son sostenibles a largo plazo para la mayor parte de los productores. La repercusión en la producción del gas de lutita estadounidense también se hará sentir gradualmente dado que será cada vez más difícil obtener el capital necesario para proyectos menos rentables. Por el momento, es probable que el mercado siga revuelto y difícil de predecir por la gran influencia de las decisiones geopolíticas y estratégicas.

**Evitamos la exposición directa a las materias primas**

La conclusión de todo lo anterior es que preferimos no invertir directamente en la clase de activos de materias primas a corto plazo.

## Oro

**No hemos invertido en oro físico**

Seguimos evitando las inversiones en oro físico por el momento dado que los principales impulsores de su precio, el dólar y los tipos de interés obstaculizarán seguramente su crecimiento en los siguientes trimestres. La depreciación de muchas divisas de los mercados emergentes se traducirá probablemente en una menor demanda de lingotes de oro y joyas. Para algunas carteras mantendremos nuestra inversión en renta variable de extracción de oro con fines de diversificación y por valoraciones atractivas y la consolidación industrial.

## Fondos alternativos (Hedge Funds)

**Los fondos alternativos deberían aportar más en términos relativos**

Los fondos alternativos seguirán desempeñando una importante función de diversificación en las carteras, especialmente cuando se tiene en cuenta la baja rentabilidad de los instrumentos de deuda y la rentabilidad tan moderada que se espera de la renta variable. El método de gestión activa de los fondos alternativos contribuye a la diversificación de las carteras de los inversores y sus resultados dependen menos de los de los activos tradicionales.

**Nuestra exposición a fondos alternativos se centra en estrategias de liquidez**

Seguimos optando por las estrategias de liquidez como long/short y global macro e invertimos en fondos alternativos que puedan explotar los fallos del mercado a los que no podemos acceder. Nuestra búsqueda de fondos alternativos y alta calidad incluye la necesidad de buscar los fondos con las estructuras y condiciones más adecuadas que encajen con nuestros requisitos dentro de una serie de limitaciones cada vez más complejas.



## COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE FFG

- *La composición de una cartera de inversión y la selección de cada uno de sus componentes son el fruto de un proceso de inversión bien definido. El proceso empieza con la determinación del perfil de riesgo del cliente, la divisa base y la estrategia de inversión elegida. Este marco de trabajo dará lugar al posicionamiento táctico de la cartera en bandas de asignación de activos estratégicas para cada clase de activos.*
- *La elección de la divisa base es especialmente importante al afectar al modo en que se ejecuta la estrategia de inversión. En primer lugar, mediante la determinación del nivel más adecuado de cobertura de las exposiciones a divisas (si las hubiera) y, en segundo lugar, mediante la selección de las inversiones subyacentes más convenientes.*
- *Determinar la asignación a las diferentes clases de activos es el principal impulsor del rendimiento de la cartera y sirve de base para las decisiones sobre otras inversiones. La función de su gestor de inversiones en Forum Finance Group es construir carteras basadas en toda la información pertinente y mediante la selección de productos de inversión de un universo de inversión concreto y aprobado.*
- *Cada inversión desempeña una función específica y la selección de un producto se basa en sus características inherentes y en sus propiedades complementarias en la cartera. Es necesario entender plenamente cada producto de inversión para poder prever en gran medida su comportamiento según los diferentes escenarios de mercado y para poder evaluar con mayor precisión su función con respecto a los demás activos.*
- *Por lo tanto, no se puede medir el rendimiento de una inversión concreta frente a su grupo homólogo sin tener en cuenta el resto de la cartera. En general, el presupuesto para riesgo en las carteras se repartirá entre activos dirigidos, como renta variable, materias primas y deuda de alta rentabilidad. La parte de las carteras dedicada a conservar el capital se invertirá en activos que dependen menos de las tendencias de los mercados, como fondos de fondos alternativos, bonos de alta calificación y ciertos productos estructurados.*



## GESTORES DE FONDOS ALTERNATIVOS

- *Forum Finance Group invierte en fondos de fondos alternativos y, para aquellos clientes que han consentido esta clase de activos en sus autorizaciones, en fondos alternativos de estrategia única.*
- *Los fondos de fondos alternativos ofrecen diversificación y baja volatilidad, mientras que los fondos alternativos de estrategia única se centran en estrategias especializadas con énfasis en la gestión de riesgos. Consideramos que los fondos alternativos de estrategia única representan una verdadera alternativa a las clases de activos tradicionales al dar paso a gestores de fondos excepcionales y mejorar el ratio riesgo-beneficio de las carteras.*
- *Aunque los fondos de fondos alternativos seguirán clasificándose como una clase de activos independiente, la mayor parte de los fondos alternativos de estrategia única se clasificarán en las clases de activos tradicionales. Por lo tanto, a modo de ejemplo, la asignación a renta variable no se limitará a posiciones de renta variable directas e inversiones en fondos de renta variable, sino también en estrategias de renta variable como long/short o event driven.*

## PRODUCTOS ESTRUCTURADOS

- *En nuestra opinión, los productos estructurados proporcionan también una forma alternativa de invertir en clases de activos tradicionales como la renta variable, los instrumentos de deuda y las materias primas. Las diferentes estructuras de estos productos varían considerablemente y la selección de una estructura específica no es sólo una función de las condiciones reinantes del mercado y la previsión para el activo subyacente, sino también una función de la capacidad del producto de mitigar el riesgo en la cartera global.*
- *Se clasifican los productos estructurados en las clases de activos más relevantes en cada momento específico. Esto nos permite analizar los niveles generales de riesgo de cada clase de activos mejor que si se clasificaran los productos estructurados por separado. Los productos estructurados son, por naturaleza, instrumentos híbridos y la evolución de sus distintos componentes determinará si surge la necesidad de volver a clasificar un producto estructurado en otra clase de activos.*





**TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DE 2015**

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

	<u>Asignación</u>	<u>Enero de 2015</u>
<b>Depósitos a corto plazo</b>	<b>0 – 20%</b>	<b>13%</b>
<b>Instrumentos de deuda</b>	<b>15 – 55%</b>	<b>27%</b>
<i>Bonos con grado de inversión</i>	5 – 45%	8%
<i>Bonos de alta rentabilidad y m. emerg</i>	0 – 20%	10%
<i>Bonos especializados</i>	0 – 15%	9%
<b>Renta variable</b>	<b>20 – 60%</b>	<b>45%</b>
<i>Mercados desarrollados</i>	15 – 50%	40%
<i>Mercados emergentes</i>	5 – 30%	5%
<b>Materias primas</b>	<b>0 – 15%</b>	<b>0%</b>
<i>Oro físico</i>	0 – 5%	0%
<i>Otras materias primas</i>	0 – 10%	0%
<b>Fondos alternativos (Hedge Funds)</b>	<b>0 – 25%</b>	<b>15%</b>
		<hr/>
		<b>100%</b>



## DATOS DE CONTACTO

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

*Teléfono : +41 22 311 8400  
Fax : +41 22 311 8465  
Correo electrónico : [info@ffg.com](mailto:info@ffg.com)  
Sitio web : [www.ffg.com](http://www.ffg.com)*

*Exención de responsabilidad. Aunque la sociedad Forum Finance Group S.A. (FFG) ha prestado máxima atención para asegurar la precisión de la información publicada, no puede ofrecer garantías sobre la precisión, fiabilidad, actualidad e integridad de la información aquí contenida. FFG se exime, sin carácter limitativo, de toda responsabilidad por pérdidas o daños de cualquier tipo, incluidos los daños directos, indirectos o consecuentes que pudieran producirse a raíz del uso de este documento.*

*Todo el contenido del presente documento está sujeto a derechos de autor con todos los derechos reservados. No se permite reproducir (ya sea en parte o en su totalidad), transmitir (por medios electrónicos u otros medios), modificar ni utilizar para fines públicos o comerciales este documento sin la autorización previa por escrito de FFG. Puede consultar la exención de responsabilidad completa en [www.ffgg.com](http://www.ffgg.com).*