

FFG

FORUM FINANCE GROUP

1994



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2019
REPASO Y PREVISIÓN SEMESTRAL

JULIO DE 2019

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 2019	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.

Hemos reducido la exposición en renta variable desde principios de año

Al opinar que los mercados estaban sobrevalorando los riesgos de una recesión en la corrección de diciembre, empezamos el año con una sobreponderación en renta variable, dado que no recortamos nuestra asignación en estos activos pese a la elevada tensión en los mercados. Esta decisión resultó ser acertada dado que la fuerte recuperación observada durante los primeros cuatro meses de 2019 contribuyó a la fuerte rentabilidad de las carteras, especialmente acompañado por el repunte de los mercados de bonos.

Aprovechamos la fuerte subida de los mercados de renta variable para reducir considerablemente nuestra asignación en renta variable, pasando de una posición sobreponderada a una infraponderada como reflejo de nuestra previsión prudente a la luz de la creciente incertidumbre. Aunque no esperábamos que los rendimientos de los bonos del Estado subieran apenas, el desplome de los rendimientos en lo que llevamos de año ha sido una enorme sorpresa y un importante impulsor de las fuertes rentabilidades de las exposiciones en renta fija.

Las políticas estadounidenses fomentan la incertidumbre en los mercados

La fuerte tensión en los mercados que pudimos observar a finales de 2018 se vio rápidamente reemplazada por un período de cuatro meses de descenso de la volatilidad donde los mercados demostraron ser relativamente inmunes a los titulares negativos en los diarios. Esto cambió significativamente en mayo cuando la esperanza de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China dio paso al temor por la sonada ruptura de las negociaciones comerciales tras varios «tweets» de Donald Trump. A esto se sumaron el veto a las operaciones comerciales entre

empresas estadounidenses y el gigante tecnológico chino Huawei y las amenazas de aranceles sobre las importaciones de México. Hay muchos otros factores que desestabilizaron el mercado, pero el denominador común es que todos procedían de la Casa Blanca que ha estado haciendo alarde de su poderío para lograr algunos de sus objetivos. Con el lanzamiento de la campaña para las elecciones presidenciales en Estados Unidos, es probable que la incertidumbre y volatilidad se prolongue en los mercados.

Los mercados han recibido el impulso del fin de la normalización de las políticas monetarias

El giro de 180 grados que ha dado la Reserva Federal al anunciar una pausa en su ciclo de subidas de los tipos de interés y el fin de su reducción del balance ha sido uno de los mayores impulsores de los mercados de renta variable y bonos de este año. Bajo la presión de los mercados a finales de 2018, la Reserva Federal abandonó su intención de incrementar los tipos de interés una vez por trimestre y anunció que la reducción de su balance terminaría oficialmente en septiembre, mucho antes de lo previsto. En la reunión del 18 y 19 de junio, la Reserva Federal se volvió aún más conciliadora y planteó la posibilidad de un recorte de los tipos en julio. El presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, también ha estado intentando tranquilizar a los actores del mercado sobre la capacidad de respuesta del BCE ante las crecientes dudas sobre el verdadero efecto de la política monetaria en el caso de una recesión. Otro gran impulsor del repunte de los mercados ha sido la enorme inyección de liquidez del Banco Popular de China (PBOC) equivalente al 60% de la creación de crédito en un período consecutivo de 12 meses.

Mantenemos una posición de cautela con vistas a la segunda mitad del año

Para el comienzo de la segunda mitad del año contamos con una modesta infraponderada asignación en instrumentos de deuda y renta variable y una posición sobreponderada en efectivo. Creemos que los mercados están eufóricos por la actitud cada vez más conciliadora de los bancos centrales. También parecen estar ignorando deliberadamente varios riesgos, entre otros, las decepcionantes previsiones

corporativas, el debilitamiento de las tendencias económicas, las acciones retrasadas de los bancos centrales y el deterioro de las relaciones entre Estados Unidos y el resto del mundo. Aun a riesgo de perdernos algún beneficio a corto plazo, preferimos centrarnos en la gestión de riesgos, sobre todo si se tiene en cuenta el notable rendimiento de las carteras en lo que llevamos de año.

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

EL ENTORNO MACROECONÓMICO

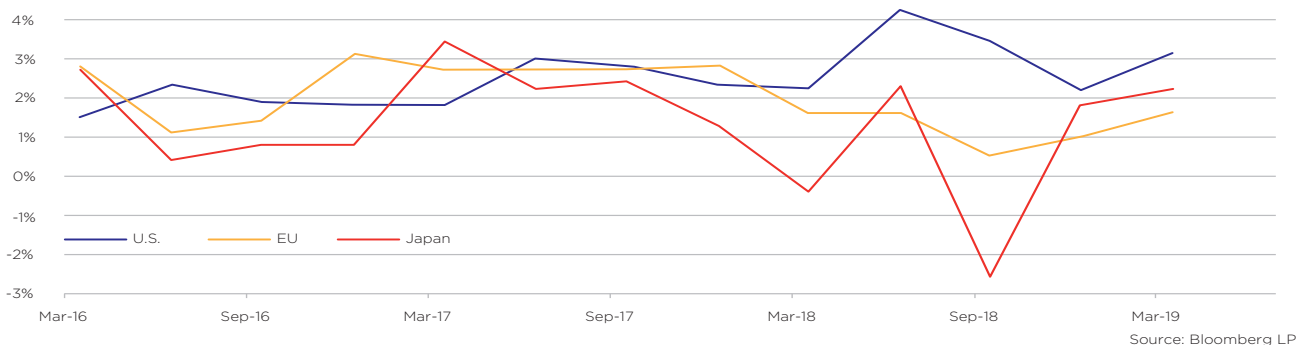
CRECIMIENTO ECONÓMICO GLOBAL

No es probable que el crecimiento económico global cobre fuerza comparado con el nivel actual

El crecimiento global alcanzó su cota máxima a finales de 2017 y lleva decayendo desde entonces, salvo Estados Unidos cuyo crecimiento recibió el impulso de la reforma fiscal y los fuertes mercados laborales. Ahora bien, su contribución empieza a menguar y se espera generalmente que el crecimiento estadounidense caiga de casi un 3% el año pasado a menos del 2,5% en 2019. También se esperan ralentizaciones en otras grandes potencias. El Banco Mundial prevé que el crecimiento del PIB de la zona euro decaiga del 1,8% de 2018 al 1,2% y el de China del

6,6% al 6,2%. Las principales causas de estas tendencias son el debilitamiento del comercio y de la producción, una deceleración de la inversión global y una mayor incertidumbre política. Ante las expectativas de una baja inflación global y el deterioro de la previsión de crecimiento, los principales bancos centrales ya han empezado a reaccionar y han dado indicios de estar dispuestos a renovar su apoyo. Sin embargo, su capacidad de impulsar la actividad económica parece escasa y es muy posible que la mejora de la situación actual dependa de una resolución favorable de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y en la salida ordenada del Reino Unido de la Unión Europea.

CRECIMIENTO DEL PIB (% de cambio frente al trimestre anterior, anualizado)



La gráfica anterior muestra la diferencia entre la aceleración del crecimiento económico estadounidense en 2018 a raíz de la gigantesca reforma fiscal y la deceleración observada en la zona euro. Estas tendencias parecen estar cambiando al repuntar moderadamente la actividad económica de la zona euro tras un cierre de 2018 al borde de la recesión. La economía estadounidense

adelantó un 3,1% anualizado en el primer trimestre pero se debía a dos de los componentes del PIB más volátiles: los inventarios y las exportaciones. Al perder fuerza el impacto de la reforma fiscal, las expectativas apuntan a una deceleración de la economía estadounidense en los siguientes trimestres.

LAS DÉBILES EXPORTACIONES ENTRE LA ZONA EURO Y EL RESTO DEL MUNDO SIGUEN SIENDO PROVOCANDO TURBULENCIAS

Las condiciones económicas de la zona euro se han ido deteriorando rápidamente desde mediados de 2018, especialmente en el sector manufacturero. Esto se debe mayoritariamente al descenso de las exportaciones, especialmente a China y la región de Asia Central. La continuada guerra comercial entre Estados Unidos y China ha supuesto que estas turbulencias se afiancen y las esperadas mejoras de la producción y las exportaciones se retrasen aún más. El sector industrial en Alemania sigue siendo el punto flaco de la economía

de la zona euro. Este sector acusa el debilitamiento de los principales mercados de exportación y el lastre continuado del sector de automoción y por ahora hay pocos indicios de mejora. La demanda interior en la zona euro también se ha suavizado, aunque en menor grado, gracias a la caída del desempleo y el crecimiento salarial real. La buena noticia fue la mejora del PMI compuesto de la zona euro que se debió casi exclusivamente al indicador de servicios.

IMPACTO DESESTABILIZADOR DE LAS POLÍTICAS ESTADOUNIDENSES

En el contexto de una economía global más frágil, las fricciones desencadenadas por las políticas comercial y exterior de la administración Trump han acentuado las continuadas turbulencias. La actividad industrial global y el comercio de bienes han perdido mucho impulso; el crecimiento del comercio de bienes y los nuevos pedidos de exportación han retrocedido a las cifras de comienzos de 2016, cuando la preocupación

por la economía global era notable. El creciente uso de amenazas de aranceles y las sanciones económicas han deteriorado tanto las relaciones entre Estados Unidos y el resto del mundo como la estabilidad del entorno económico. Esto hace que las decisiones sobre negocios e inversiones sean aún más difíciles y explica en gran medida la tendencia negativa de las inversiones globales

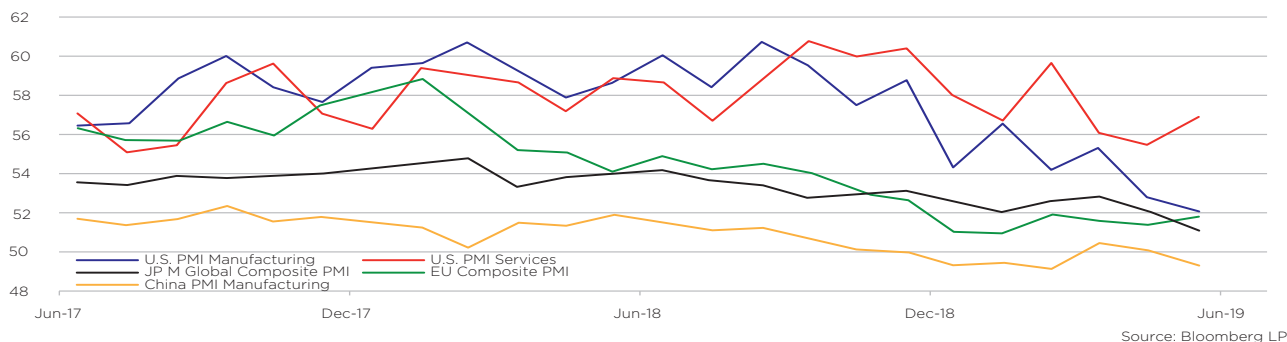
EL ESTÍMULO DE CHINA SE CENTRA EN EL CONSUMO INTERIOR

Tras varios trimestres de deceleración parece estabilizarse el crecimiento en China dado que la actividad económica ha recibido el apoyo del estímulo monetario y fiscal. El banco central chino ha estado inyectando liquidez y recortando el ratio de reservas obligatorias para los bancos, mientras que se ha instado a los bancos estatales a prestar más dinero a las empresas pequeñas y medianas. También se han introducido varios recortes fiscales para estimular el consumo interior y ayudar al sector corporativo privado. Se han adoptado estas medidas para contrarrestar la debilidad de los flujos comerciales y la menor producción manufacturera.

Comparado con la última ronda de estímulos en China que duró de 2015 a 2017, no es probable que las políticas actuales tengan las mismas repercusiones que en el pasado, especialmente para el resto del mundo. China está algo limitada por los objetivos del PIB y el de estabilidad financiera y dada la dependencia de su economía al crecimiento del crédito, no podrá lograr ambos objetivos a la vez. Aumentar el PIB de 1% también requiere mucho más crédito que en el pasado. La transición de China hacia una economía impulsada por el consumo también implica que las medidas destinadas a incrementar el gasto del consumidor sólo tendrán un impacto positivo limitado para el resto del mundo y para la zona euro en particular.

INDICADOR LÍDER

ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI)



La gráfica muestra que los índices PMI globales alcanzaron su máxima a principios de 2018 y desde entonces han ido bajando, especialmente los manufactureros, hasta entrar en un estado de contracción. La combinación de una mayor incertidumbre en el comercio, la deceleración del impulso fiscal estadounidense, un crecimiento económico más débil y la interminable saga del Brexit

son sólo algunas de las adversidades que más han afectado los índices PMI. En Europa, la economía centrada en la exportación de Alemania ha sufrido un duro golpe por el debilitamiento del sector de automoción y el de las exportaciones en general. La buena noticia es que los últimos datos han revelado una estabilización en la zona euro e incluso algo de mejora.

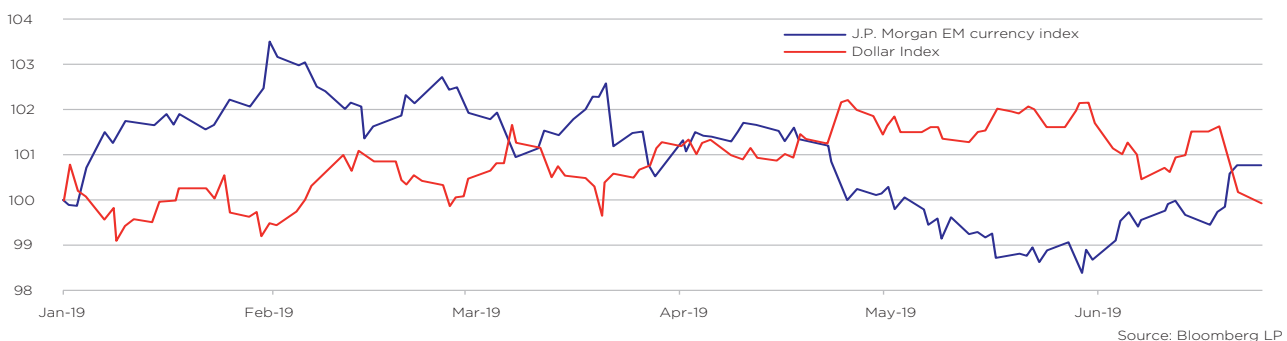
SITUACIÓN FINANCIERA

LOS MERCADOS DE BONOS SE SALEN DEL GUÍÓN

En lo que llevamos de año, la tendencia más espectacular ha sido la caída de los tipos de interés a largo plazo. El rendimiento de un bono del Estado a diez años estaba en menos del 2% en junio frente al 2,68% de finales de 2018, mientras que el rendimiento de los Bund a diez años retrocedió a cifras negativas y alcanzó un nuevo mínimo histórico. Estos movimientos fueron totalmente inesperados. En enero, las previsiones del Wall Street Journal Survey of Economists para los bonos del Estado a 10 años a final de junio estaban entre el 2,40% y el 3,75%, lo que se aleja mucho del 2% real obtenido al cierre de

junio. Este rendimiento de los bonos tan bajo contribuyó a la fuerte rentabilidad de las demás clases de activos dado que las rentabilidades esperadas de estos activos, como la rentabilidad de beneficios en renta variable o la rentabilidad de los alquileres en bienes inmuebles, deberían lógicamente mantenerse en línea. Estos rendimientos tan exageradamente bajos también reflejan la anticipación generalizada de los mercados de bajadas de los tipos de interés, por parte de la Reserva Federal especialmente, lo que plantea al banco central el gran reto de no parecer que está a merced de la presión de los mercados.

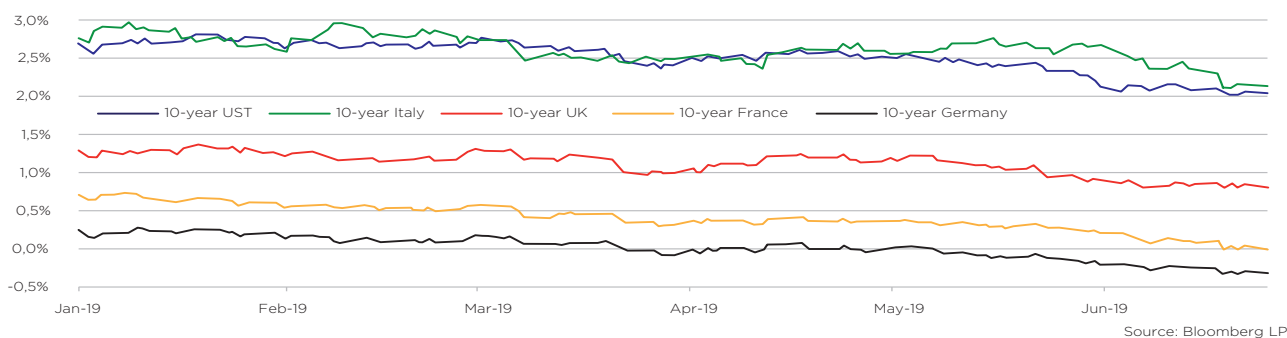
LA PRESIÓN DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE CEDE



La gráfica anterior muestra que tanto el índice J.P. Morgan EM Currency como el índice Dólar han evolucionado en franjas relativamente estrechas en lo que va de año. Desde finales de mayo, los comunicados

cada vez más conciliadores de la Reserva Federal han provocado el retroceso del dólar hasta cifras de principios de año.

DESPLOME GENERALIZADO DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS BONOS DEL ESTADO



Desde principios de año, los rendimientos de la deuda pública de los países del G-7 han evolucionado en paralelo y constantemente a la baja. La preocupación por un crecimiento económico más débil, unas expectativas de inflación a la baja, una enorme inyección de liquidez por parte del PBOC y las expectativas de políticas monetarias más relajadas han sido los máximos impulsores del repunte de los mercados de bonos; los problemas políticos en curso han sido otro motivo de los

resultados tan saludables de estos activos defensivos en lo que va de año. Las deudas de los países periféricos europeos también arrojaron resultados excelentes, como reflejan los rendimientos de los bonos griegos a 10 años, que cayeron del 4,35% al 2,43% y los portugueses que cayeron del 1,71% al 0,47%; los rendimientos de los bonos italianos también descendieron pero en mucha menor medida, del 2,75% al 2,10%.

TIPOS DE INTERÉS Y LA INFLACIÓN

TIPOS DE INTERÉS

EL BCE se está quedando sin munición

Mario Draghi, el presidente del Banco Central Europeo (BCE) ha estado planteando la posibilidad de un mayor estímulo ante la previsión económica tan pesimista del banco y las expectativas de baja inflación de la zona euro. Draghi está a tan solo cuatro meses del final de su mandato pero sigue siendo el principal promotor de las políticas de los bancos centrales y quiere asegurarse de que su sucesor las seguirá desarrollando. También está intentando convencer a los mercados escépticos de su mensaje; el euro se ha estado revalorizando mientras que el repunte de los bonos de la zona euro se debe

más a la postura conciliadora de la Reserva Federal y a las preocupaciones geopolíticas. A diferencia de la Reserva Federal, el BCE no ha logrado recortar su ayuda a la economía con tipos de interés negativos y un amplio programa de compra de bonos y parece que le quedan muy pocas herramientas para contrarrestar el debilitamiento económico. Es difícil imaginar tipos de interés muchos más bajos y la oportunidad de comprar más bonos del Estado es bastante limitada. Esto explica por qué Draghi también está intentando animar a los gobiernos europeos a prepararse para más estímulos fiscales ante la falta de un repunte de la economía de la zona euro.

Cada vez más presión sobre la Reserva Federal para recortar los tipos de interés

Hasta el último trimestre de 2018, la Reserva Federal parecía llevar las riendas de su ciclo de subidas de los tipos dado que las expectativas de los mercados coincidían. A partir de entonces, la brecha entre las expectativas de los mercados y la previsión de la Reserva Federal se fue ensanchando continuamente pese al giro del banco central de principios de enero hacia una mayor flexibilidad tras anunciar una pausa en las

subidas. Esto no logró apaciguar a los mercados que en junio estaban asumiendo un 75% de probabilidad de tres recortes de los tipos de interés para finales de año. En la reunión del 18 y 19 de junio, la Reserva Federal cedió ante la presión de los mercados al plantear la posibilidad de un recorte de los tipos pero no llegó a comprometerse formalmente a llevarlo a cabo. No recortar los tipos de interés en la siguiente reunión del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) seguramente desencadenaría una reacción violenta de los mercados.

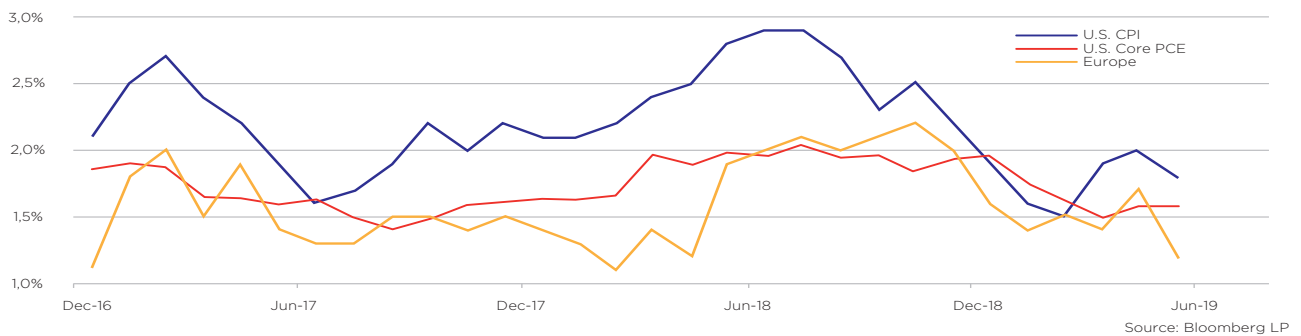
INFLACIÓN

La inflación se desvía de los objetivos de los bancos centrales

El hecho de que no mejore la inflación ni las expectativas de inflación sigue dejando perplejos a los bancos centrales que suelen considerar esta tendencia como algo pasajero. La zona euro ha demostrado que no es el caso y se han ido revisando a la baja las expectativas de inflación constantemente a la vista de la deceleración

del coste de la energía y los servicios. Dado que el crecimiento global seguirá siendo moderado, es probable que siga decayendo la inflación de la zona euro. En Estados Unidos, los períodos de subida de inflación fueron breves y han caído las expectativas tanto de inflación y como de la inflación implícita pese a la solidez de los mercados laborales. Esta falta de presiones inflacionarias explica en parte por qué los mercados creen que la Reserva Federal tiene margen suficiente para recortar los tipos de interés varias veces

INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS Y EUROPA

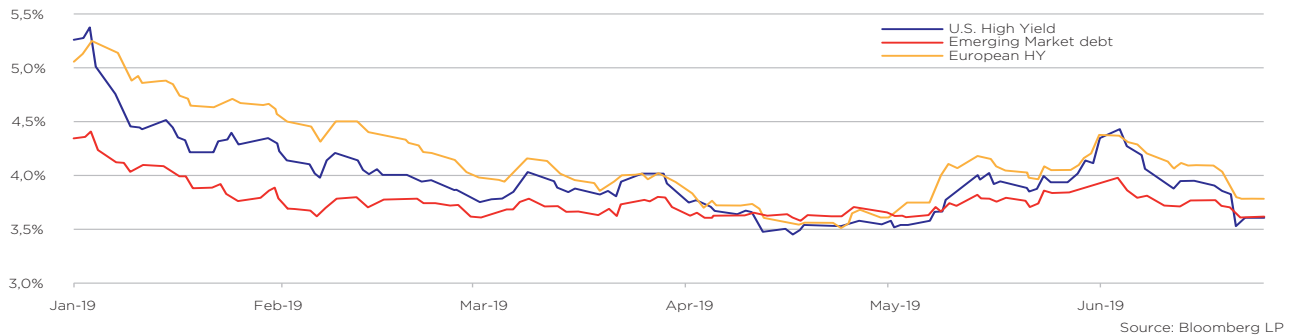


Las cifras de inflación han estado bajando una vez más y se alejan de los objetivos de los bancos centrales. En Estados Unidos, la última publicación del IPC subyacente fue del 2% mientras que el indicador favorito de la Reserva Federal, el PCE (índice de gasto personal del consumidor) se recuperó levemente en abril con un 1,6%.

En Europa la inflación medida con el Índice de precios de consumo armonizado (IPCA) sigue quedándose a la zaga del objetivo del 2% fijado por el BCE y cayó al 1,2% en mayo. El banco central también corrigió a la baja sus previsiones de inflación para 2020 al 1,4%.

SPREADS DE LOS BONOS

SPREADS DE LA DEUDA DE MERCADOS EMERGENTES Y DEUDA DE ALTO RENDIMIENTO



Al igual que la renta variable, los bonos de alto rendimiento y de los mercados emergentes repuntaron fuertemente durante los primeros cuatro meses dado que aprovecharon unos rendimientos sin riesgos más bajos y el pronunciado estrechamiento de los spreads. El mercado primario también se fue volviendo a abrir gradualmente tras un período en que estuvo

totalmente cerrado a los emisores con calificaciones bajas. Durante un mes de mayo marcado por la aversión al riesgo (risk-off), los spreads se ensancharon, sobre todo en los segmentos de alto rendimiento, cuando la caída en picado del precio del petróleo agravó el impacto negativo en los bonos de alto rendimiento estadounidenses.

EL ENTORNO MACROECONÓMICO/SITUACIÓN ECONÓMICA: CONCLUSIONES

La previsión para la economía mundial sigue siendo frágil ante las tensiones comerciales, la ralentización del crecimiento económico mundial y los problemas geopolíticos sin resolver, aunque parece que los riesgos de una recesión mundial siguen contenidos. El prolongado período de incertidumbre sobre el comercio se refleja en flujos comerciales más débiles, una contracción de la producción manufacturera y tendencias de inversión menores. No se prevé que en la tan esperada cumbre del G20 en Osaka el 28 y 29 de junio se alcance una solución significativa contra los temores comerciales actuales.

Las condiciones financieras son cada vez más favorables para los mercados financieros. La tendencia generalizada de los bancos centrales hacia una postura más

acomodatícia se ha traducido en el fuerte descenso de los rendimientos de los bonos, mientras que los spreads de los créditos y mercados emergentes se han estrechado; las turbulencias de principios de año que propiciaron un dólar estadounidense más fuerte también se están disipando, generalmente a raíz de una Reserva Federal cada vez más conciliadora.

El período de normalización de la Reserva Federal ha llegado a su fin antes de lo esperado y los mercados confían plenamente en que se producirán varios recortes de los tipos de interés este año y se podrían llevar una decepción si no es así. Por su lado, el BCE no ha logrado construir más reservas para afrontar una grave deceleración económica si la hubiera y los mercados no responden a la premisa del banco de que sigue siendo conveniente tomar más medidas.

LOS MERCADOS FINANCIEROS

	Cierre 2018	Mayo 2019	Junio 2019	Va de mes	2019
RENTA VARIABLE					
S&P 500	2'506.9	2'752.1	2'941.8	+ 6.9%	+ 17.3%
Euro Stoxx 50	3'001.4	3'280.4	3'473.7	+ 5.9%	+ 15.7%
MSCI EM	965.8	998.0	1'054.9	+ 5.7%	+ 9.2%
RENDIMIENTOS					
UST 10 años	2.68%	2.12%	2.01%	- 11bps	- 67bps
Bund 10 años	0.24%	- 0.20%	- 0.33%	- 13bps	- 57bps
UE BBB	1.89%	1.17%	0.87%	- 30bps	- 102bps
DIVISAS					
EUR/USD	1.147	1.117	1.137	+ 1.8%	- 0.9%
USD/CHF	0.982	1.001	0.976	- 2.5%	- 0.6%
EUR/CHF	1.126	1.118	1.110	- 0.7%	- 1.4%
USD/JPY	109.7	108.3	107.9	- 0.4%	- 1.6%
GBP/USD	1.275	1.263	1.270	+ 0.5%	- 0.4%
MAT. PRIMAS					
Índice CRB	169.8	175.4	181.0	+ 3.2%	+ 6.6%
Petróleo, WTI	\$ 45.4	\$ 53.5	\$ 58.5	+ 9.3%	+ 28.9%
Oro	\$ 1'282	\$ 1'306	\$ 1'410	+ 8.0%	+ 10.0%

El espectacular repunte de los mercados de renta variable se queda a la sombra de la creciente incertidumbre

Durante los primeros cuatro meses de 2019 los mercados de renta variable globales se recuperaron de todas las pérdidas registradas durante el último trimestre de 2018. Este repunte provino fundamentalmente del giro de 180° que dio la Reserva Federal, la relajación de los temores exagerados de una recesión y la esperanza de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. Esto hizo que el Índice MSCI World volviera a alcanzar la máxima registrada en septiembre de 2018, mientras que algunos de los índices clave de Estados Unidos batieron nuevos récords. El mes de mayo resultó ser mucho menos favorable, con pérdidas en torno al 6,5% en los principales índices, debido en gran parte al desplome de las negociaciones entre Estados Unidos y China y a la pose cada vez más agresiva de Donald Trump frente a ciertos socios comerciales de su país. En concreto, el veto al gigante chino tecnológico Huawei que limitó su capacidad de comerciar con empresas estadounidenses perjudicó gravemente a todo el sector tecnológico. En junio los mercados recobraron algo de calma, puesto que básicamente esperaban ayuda de la

Reserva Federal a modo de varios recortes de los tipos de interés.

Los rendimientos de los bonos del Estado se han desplomado y los Bund cayeron a mínimos históricos

Los mercados de bonos del Estado se han ido recuperando desde principios de 2019 dado que los bancos centrales se volvieron, una vez más, más acomodaticios y aprovecharon el temor a un crecimiento económico más lento. Los rendimientos de los bonos del Estado a 10 años y los Bund han caído en picado del 2,68% al 2.01% los primeros y del 0,24% al -0,33% los segundos. Esta última cifra marcó una mínima histórica para el rendimiento de los Bund del índice de referencia. La ausencia de presiones inflacionarias ha sido otra causa de este repunte y los mercados ya están asumiendo casi tres recortes de los tipos de interés de la Reserva Federal para finales de 2019. Los mercados de créditos y los emergentes también han arrojado resultados positivos, especialmente a principios de año cuando los spreads se estrecharon considerablemente y los rendimientos sin riesgo se hundieron

Los principales cruces de divisas se han mantenido dentro de franjas estrechas

En los mercados de divisas, las principales tendencias han sido la fuerza contenida del dólar estadounidense de principios de año y cierta estabilidad en las principales paridades cambiarias. Las divisas de los países productores de petróleo han prosperado tras la subida del precio del petróleo, mientras que las economías basadas en el comercio, como Corea del Sur, han sufrido la devaluación de sus divisas. Los principales cruces de divisas se han mantenido dentro de franjas relativamente estrechas y cerraron junio con oscilaciones en los precios generalmente inferiores al 2%. Por ejemplo, la paridad EUR/USD ha fluctuado en una franja del 1,11-1,155 y cerró el semestre en el 1,137, dado que se han estado neutralizando unas a otras por fuerzas opuestas y parece probable que siga así a corto/medio plazo.

La preocupación por la demanda interrumpió el repunte del precio del petróleo de cuatro meses

Al igual que la renta variable, el precio del petróleo repuntó significativamente durante los primeros cuatro meses de 2019, antes de caer en picado en mayo. Los países productores de petróleo mantuvieron la disciplina en materia de recortes de producción, pero la preocupación por la guerra comercial entre Estados Unidos y China y la previsión de demanda global de petróleo inferior que publicó la Agencia Internacional de la Energía (AIE) invirtieron el repunte de principios de año. El precio del petróleo ha estado subiendo en junio a raíz de las crecientes tensiones entre Irán y Estados Unidos.

PERSPECTIVA DE LOS MERCADOS

La creciente incertidumbre es una gran preocupación para los mercados financieros

Tras un último trimestre de 2018 marcado por el estrés, el repunte de los mercados de renta variable fue de agradecer. Sin embargo el entorno macroeconómico sigue siendo frágil con la zona euro y China luchando por recuperar el impulso y Estados Unidos dando indicios de debilidad ahora que empieza a desvanecerse el impacto de la reforma fiscal. La esperanza de principios de año de que las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China llegarían a buen término se ha agriado y Donald Trump ha extendido sus amenazas de aranceles como arma para obtener concesiones de los socios comerciales. Este problema, sumado a la imposición o amenaza de sanciones, ha acrecentado la preocupación por una economía global ralentizada y agravado la incertidumbre que afrontan los inversores. Pese al revés que sufrieron los mercados de renta variable en mayo, volvieron a salir a flote en junio, al contrario que las previsiones económicas bajistas que llevan proclamando los mercados de bonos desde principios de año.

Muchos motivos para ser más prudentes

La extrema disparidad entre las expectativas de los mercados y la previsión de la Reserva Federal es preocupante dado que el riesgo de que los mercados se lleven una decepción es elevado. Creemos que el banco central estadounidense seguirá respondiendo a estas expectativas ajustando sus comunicados, pero no estamos convencidos de que vayan a cumplir lo que anticipan los mercados. La probabilidad de una rápida resolución de la guerra comercial entre Estados Unidos y China parece remota en estos momentos y esto podría hacer mella en la confianza de los mercados en que se vaya a llegar a un acuerdo. En Europa, el embrollo del Brexit tampoco parece que vaya a solucionarse pronto y la probable elección de Boris Johnson como Primer Ministro del Reino Unido no va a gustar a la Unión Europea. Sigue muy presente el riesgo de una salida sin acuerdo y es evidente que los mercados no lo han descartado. Estas son sólo algunas de las razones por las que somos más cautelosos a comienzos del segundo semestre de 2019.

INSTRUMENTOS DE DEUDA

No es probable que los rendimientos de la deuda pública del G-7 se recuperen de manera significativa

El principal escenario que barajamos es que los rendimientos de la deuda pública de los países del G-7 siga relativamente cercana a los niveles actuales a la luz de la actitud conciliadora de los principales bancos centrales y pese a las valoraciones tan poco atractivas. Ya se ha anunciado el fin de la normalización de la política de la Reserva Federal en materia de tipos de interés más altos y la reducción del balance, mientras

que el Banco Central Europeo no logra desprenderse de su política monetaria acomodaticia. Esto podría seguir favoreciendo a los créditos con grado de inversión y los bonos de mercados emergentes siempre y cuando la Reserva Federal siga abierta a la posibilidad de recortar sus tipos de interés de referencia. La tendencia de los bonos de alto rendimiento debería estar estrechamente vinculada a los mercados de renta variable dado que sus spreads se rigen más por el sentimiento de los mercados que por los datos fundamentales.

RENTA VARIABLE

La renta variable podría afrontar obstáculos en un futuro próximo

Nuestra previsión para los mercados de renta variable es precavida en estos momentos y nuestra asignación es algo infraponderada. Tras el repunte de principios de año, la renta variable afronta ahora más turbulencias y le podría costar superar las últimas cifras récord. Por este motivo, nuestra postura es más defensiva que en enero y nuestra asignación en efectivo superior a la media podría ser un

colchón para aprovechar las posibles correcciones del mercado.

Los mercados emergentes y la renta variable japonesa llevan rezagados desde principios de año, pero hemos mantenido nuestra exposición en estas regiones por sus valoraciones atractivas, la expectativa de más estímulos en China y la posibilidad de que remonte si se avanza en el terreno comercial.

MERCADO DE DIVISAS

No prevemos grandes oscilaciones en las divisas

El dólar estadounidense no ha logrado engordar sus ganancias de principios de año y parece estar perdiendo fuerza dado que los mercados están cada vez más convencidos de que habrá recortes de los tipos de interés estadounidenses. El crecimiento económico estadounidense más fuerte se ha visto contrarrestado por unos diferenciales de tipos de interés más estrechos entre los bonos del Estado y los Bunds y los cambios a mitad de año de los

valores de los principales cruces de divisas han sido imperceptibles. No detectamos signos que apunten a un cambio radical en las tendencias actuales. Pese a los retos que afronta la zona euro, una gran parte del pesimismo de los inversores ya se refleja en el euro y la paridad EUR/USD sigue contenida dentro de una franja. Por el momento no tenemos intención de cambiar nuestra posición infraponderada en el dólar por carteras denominadas en euros. En cuanto al franco suizo, no esperamos que se revalorice frente al euro por encima del nivel actual de 1,11 francos por euro.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2019

EFFECTIVO (12%)

Sobreponderación

La asignación en efectivo está muy por encima de nuestra media a largo plazo y radica de la reducción de la exposición en renta variable. En el entorno actual hemos decidido pecar de precavidos y estamos dispuestos a seguir siendo pacientes antes de ampliar el riesgo en las carteras.

INSTRUMENTOS DE DEUDA (34%)

Infraponderación

Con una asignación conjunta del 34% en instrumentos de deuda, algo inferior al nivel neutral del 35%, hemos seguido reduciendo gradualmente la posición infraponderada. Nuestras mayores posiciones con grado de inversión en deuda pública y deuda cuasi-pública emitidas por las naciones con mayor solvencia así como los créditos corporativos denominados en euros, se han beneficiado de la fuerte caída de los rendimientos de los bonos del Estado y de spreads crediticios más ajustados. En el panorama actual estamos cómodos con nuestras posiciones en bonos con grado de inversión pese a valoraciones que consideramos nada atractivas.

Nuestra asignación en bonos de alto rendimiento está sobreponderada y corresponde principalmente a inversiones en préstamos senior garantizados, bonos de alto rendimiento y un fondo de alto rendimiento con fecha de vencimiento. Ampliamos nuestra exposición en el segmento de mercados de alto rendimiento al invertir en una estrategia con un método flexible que permite al gestor posicionar su cartera de manera más defensiva si se deterioran las condiciones del mercado.

La asignación de «bonos especializados» ha seguido siendo sobreponderada y se acerca al tope máximo de su franja. Los fondos flexibles y sin índice de referencia han representado una fuente de estabilidad durante las condiciones de mercado tan difíciles de 2018 y forman el núcleo de la asignación en renta fija. La exposición en bonos convertibles no ha cambiado y esta clase de activos sigue siendo un componente importante de las carteras.

RENTA VARIABLE (41%)

Infraponderación

La exposición en renta variable es inferior que a principios de año dado que aprovechamos el fuerte repunte de la renta variable para bloquear ciertos beneficios y reducir el riesgo de la cartera. Aunque empezó como sobreponderada, la asignación en renta variable es ahora infraponderada en respuesta a nuestra preocupación por la creciente incertidumbre y el debilitamiento de la economía mundial. Nuestra exposición regional está muy diversificada en todas las áreas económicas. Básicamente realizamos beneficios en renta variable de los mercados desarrollados a raíz del fuerte rendimiento y un coeficiente alpha considerable con respecto a sus índices de referencia.

En términos relativos, la renta variable sigue ofreciendo un mayor valor pero creemos que podrían estar sobrevalorando las previsiones de crecimiento global, sobre todo si continúan las tensiones comerciales y los datos económicos más débiles. Las expectativas actuales de los mercados de varios recortes de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal podrían acabar en decepción si al final las decisiones del banco central las contradicen.

MATERIAS PRIMAS (0%)

Infraponderación

Infraponderación
No tenemos inversiones directas en el ámbito de las materias primas. Seguimos vigilando la evolución del precio del oro de cerca dado que no cumplió nuestro precio de entrada objetivo durante el primer semestre. Actualmente se está alejando aún más por rendimientos reales a la baja y el debilitamiento del dólar estadounidense así como los crecientes riesgos geopolíticos.

FONDOS ALTERNATIVOS (13%)

Sobreponderación

La asignación en estrategias alternativas está sobreponderada pero es inferior que a principios de año tras decidir liquidar nuestro fondo de créditos Long/Short. Bien es cierto que los fondos alternativos (hedge funds) han aportado diversificación pero les sigue costando hacer aportaciones significativas a las carteras, lo que es preocupante.

TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2019

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

	ASIGNACIÓN	JULIO 2019
DEPÓSITOS A CORTO PLAZO	0 - 20%	12%
INSTRUMENTOS DE DEUDA	15 - 55%	34%
Bonos con grado de inversión	5 - 45%	10%
Bonos de alto rendimiento y de mercados emergentes	0 - 20%	12%
Bonos especializados	0 - 15%	12%
RENTA VARIABLE	20 - 60%	41%
Mercados desarrollados	15 - 50%	34%
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%	13%
		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