



FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2020

ENERO DE 2020

ÍNDICE

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES	1
2019: REPASO DE NUESTRAS TEMAS DE INVERSIÓN	2
2019: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS	3-5
2019: LOS MERCADOS FINANCIEROS	6-11
Renta variable	6-7
Materias primas	8
Instrumentos de deuda, divisas	8-10
Fondos alternativos (hedge funds)	10-11
2020: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	12-14
2020: PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	15-17
2020: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS	18-22
Instrumentos de deuda	18
Renta variable	18-19
Materias primas	19
Oro	19
Inversiones alternativas	19
Construcción de la cartera de FFG	20
Gestores de fondos alternativos/productos estructurados	21
Tabla de asignación de activos	22

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES

2019 ha sido un año excepcional para los mercados financieros

El año pasado fue una añada excepcional para los mercados financieros donde se han observado resultados excelentes en todas las clases de activos. El temor de una recesión y la preocupación por un endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal que habían provocado una fuerte corrección de los mercados en el último trimestre de 2018 desaparecieron nada más empezar 2019, lo que dio lugar a una gran recuperación de los mercados de renta variable y bonos.

El giro radical del Banco Central americano, el optimismo por un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China y el menor pesimismo sobre la situación económica fueron los mayores impulsores de las ganancias extraordinarias en renta variable. El punto bajo de la corrección en renta variable de finales de 2018 dejó más margen para repuntar en 2019. La postura acomodaticia de los bancos centrales mundiales y la presión por la baja inflación también contribuyeron a unos resultados muy superiores a la media en los mercados de bonos y de crédito, mientras que las oscilaciones en los mercados de divisa fueron en general modestas, sobre todo en los cruces de divisas más importantes.

Los bancos centrales vuelven al rescate

Más de la mitad de los bancos centrales tienden ahora hacia la aflojamiento, el mayor número visto desde la crisis financiera, y cerca de dos tercios de todos los bancos centrales recortaron los tipos de interés durante el tercer trimestre de 2019. El giro tan radical que mostró la Reserva Federal en su política monetaria fue uno de los mayores detonantes del repunte que experimentaron los activos financieros el año pasado. El Banco Central Estadounidense había previsto dos subidas de los tipos de interés para 2019 y sin embargo acabó con tres recortes de 0.25 % y el fin prematuro de la contracción de su balance. De hecho, el balance de la

Reserva Federal volvió incluso a crecer en septiembre. El Banco Central Europeo también dio una inyección monetaria pese al poco margen de maniobra que tenía. En septiembre, el banco decidió bajar los tipos un 0,1% para situarlos en el 0,5% y resumir así las medidas acomodaticias (20.000 millones de euros al mes) e introducir otras medidas de apoyo.

Las perspectivas para la economía mundial parecen algo más favorables

Ya se preveía la deceleración del crecimiento observado en 2019. Sin embargo las perspectivas económicas parecen ahora más prometedoras. La menor tensión comercial debería llevar a la firma de un acuerdo limitado entre Estados Unidos y China. Los últimos datos económicos también empiezan a mostrar signos de mejora en el sector manufacturero mientras que la solidez de los mercados laborales debería prolongarse y apoyar el gasto del consumidor. El riesgo de recesión también ha disminuido de modo que la combinación de todos estos factores podría suponer una grata sorpresa para la economía en 2020.

Las condiciones actuales de los mercados favorecen los activos arriesgados

Creemos que los mercados financieros deberían empezar 2020 con buen pie y hace poco ampliamos nuestra asignación a renta variable. Los inversores estarán más dispuestos a aumentar su asignación a activos arriesgados a falta de alternativas más atractivas. Sin embargo se debe tener en cuenta que el punto de partida para el rendimiento de las inversiones es mucho menos prometedor que hace un año cuando la valoración de la renta variable y los instrumentos de deuda de alto rendimiento se desplomó. Esto implica que el precio de los activos está más expuesto a las decepciones dado que las políticas monetaria y fiscal ya han adelantado una parte importante del crecimiento y los rendimientos futuros.

2019: REPASO DE NUESTROS TEMAS DE INVERSIÓN

Este último año ha sido una añada excepcional para los inversores

A comienzos de 2019, ni siquiera el más optimista de los inversores se esperaba un año tan extraordinario para los activos financieros. Los niveles de estrés tan elevados de los mercados a finales de 2018 prácticamente desaparecieron de un día para otro con la entrada del año nuevo. Muchos mercados de renta variable publicaron rentabilidades superiores al 20% y los mercados de bonos se beneficiaron de tipos sin riesgos más bajos y spreads más ajustados, por lo que el valor de las carteras se ha revalorizado significativamente. Nuestra opinión de que las valorizaciones de las acciones han sido excesivamente descontadas fue correcta, sobre todo teniendo en cuenta el débil crecimiento de los beneficios, pero ahora las valoraciones parecen caras. Otra característica de este último año fue la falta de grandes sustos en los mercados dado que las pérdidas fueron generalmente modestas frente a los estándares históricos. Los mercados de divisa pasaron desapercibidos y los principales cruces evolucionaron en franjas muy estrechas. Nuestra exposición infraponderada al dólar estadounidense para las carteras no denominadas en USD no tuvo grandes repercusiones ante las oscilaciones anuales imperceptibles en las paridades más importantes.

Nuestra decisión de no reducir la renta variable a finales de 2018 fue recompensada con fuertes rendimientos en 2019

En diciembre de 2018 anunciamos que el temor a la recesión del mercado era exagerado y que sería desaconsejable recortar la exposición en renta variable en ese momento, sobre todo a la luz de las valoraciones tan atractivas y el sentimiento bajista tan desmesurado. Esto explica por qué empezamos 2019 con una asignación

sobreponderada en renta variable. Resultó ser un factor decisivo para la fuerte rentabilidad de las carteras, dado que enero fue el mejor mes del año, cuando el índice MSCI World creció más de un 7%. También optamos por mantener una asignación bien diversificada en renta variable y hemos observado grandes aportaciones en las diferentes regiones y estilos de inversión. Los resultados decepcionantes generalizados de los títulos “valor” frente a los de crecimiento empezaron a cambiar durante la segunda mitad del año de modo que los fondos “valor” pudieron publicar buenas rentabilidades. También observamos que los gestores han logrado un coeficiente alpha significativo pese a unos rendimientos superiores a la media en sus índices de referencia respectivos.

La magnitud de la caída del rendimiento de los bonos vuelve a sorprender a los mercados

Como se ha visto a menudo en la última década, el comportamiento de la rentabilidad de los bonos en 2019 no se ajustaba a las expectativas y resultó ser un factor determinante de los resultados de las carteras. Nuestra previsión de una subida moderada de los rendimientos fue desacertada dado que el cambio radical de la política de la Reserva Federal y el aflojamiento de los bancos centrales agravaron la caída de los rendimientos. Esta tendencia aumentó el atractivo de otros activos dados los ingresos más altos o el impacto de unos rendimientos más bajos en las valoraciones. Al parecer, la normalización de las políticas monetarias de los bancos centrales de la que tanto se ha hablado es un reto aún mayor de lo que se pensaba, como se puede ver en la renovada expansión del balance de la Reserva Federal debido a la provisión de liquidez en los mercados de operaciones con pacto de recompra (repos) y por el reinicio de la compra de bonos por parte del BCE.

2019: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS

Sigue la desaceleración del crecimiento económico mientras las incertidumbres crecen

Tras la fuerte deceleración de 2018, el ritmo del crecimiento mundial siguió decayendo en 2019 a raíz de un comercio internacional más débil, inversiones deslucidas y la caída de la producción manufacturera mundial. Según el Fondo Monetario Internacional, se preveía un crecimiento mundial del 3% para 2019, la cifra más baja desde la crisis financiera de 2007-2008. Se ha observado una deceleración en las economías más importantes donde las crecientes tensiones comerciales y geopolíticas aumentaron el nivel de incertidumbre y se retrasaron muchas decisiones sobre inversiones dada la baja confianza empresarial. Por suerte el sector de los servicios se ha mantenido fuerte y ha fomentado el crecimiento del empleo. Esto ha ayudado a sustentar el consumo que es el mayor contribuyente al PIB.

En Estados Unidos, los efectos del estímulo fiscal del año anterior fueron menguando y la actividad manufacturera

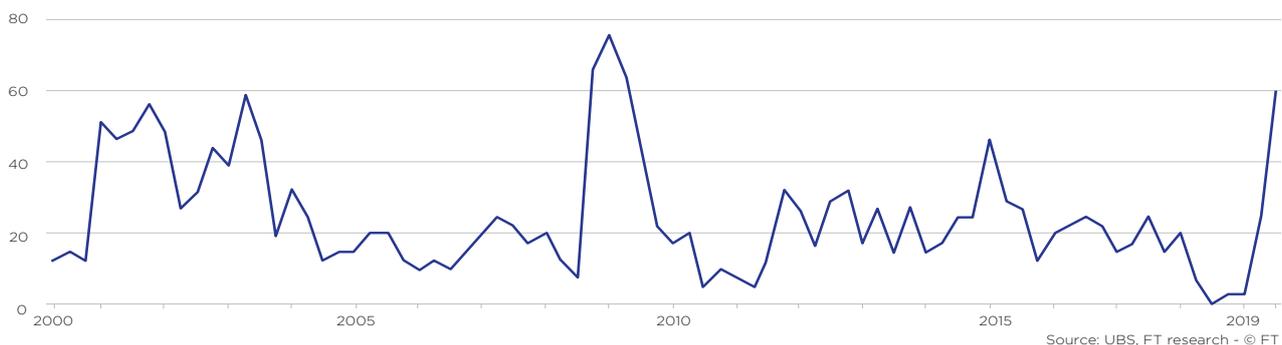
decayó, lo que perjudicó a la economía, mientras que el gasto del consumidor y los fuertes mercados laborales la favorecieron. Tras alcanzar una tasa de crecimiento del PIB estadounidense de entorno al 3% en 2018, el ritmo del crecimiento cayó hacia cifras más habituales, entre el 2% y el 2,5%. El crecimiento en la zona euro también ha aminorado el paso de manera notable, del 1,8% en 2018 al 1,2% en 2019. Esta deceleración principalmente refleja un descenso de las exportaciones, sobre todo en China, Asia Central y el resto de Europa. La demanda interior también ha perdido fuerza, aunque en menor grado por verse compensada por la caída del desempleo y el crecimiento salarial real. Tal y como se preveía, el ritmo del crecimiento chino ha seguido bajando, lo que refleja principalmente flujos comerciales más débiles y el empeoramiento de la actividad manufacturera.

Un record de diez años de postura más acomodaticia de las políticas monetarias

Más de la mitad de los bancos centrales han entrado ahora en postura más acomodaticia, la mayor proporción desde la crisis financiera. Casi dos tercios de todos los

bancos centrales recortaron los tipos de interés en el tercer trimestre en respuesta a la debilidad de la producción manufacturera mundial y la inflación moderada.

Proporción de bancos centrales que recortan los tipos (%)



Esta tendencia más acomodaticia se prolongó al cuarto trimestre cuando la Reserva Federal bajó sus tipos a un rango de 1,5% -1,75%. El giro tan radical que mostró la Reserva Federal en su política monetaria fue uno de los mayores detonantes del repunte que experimentaron los activos financieros el año pasado. El Banco Central Estadounidense había previsto dos subidas de los tipos de

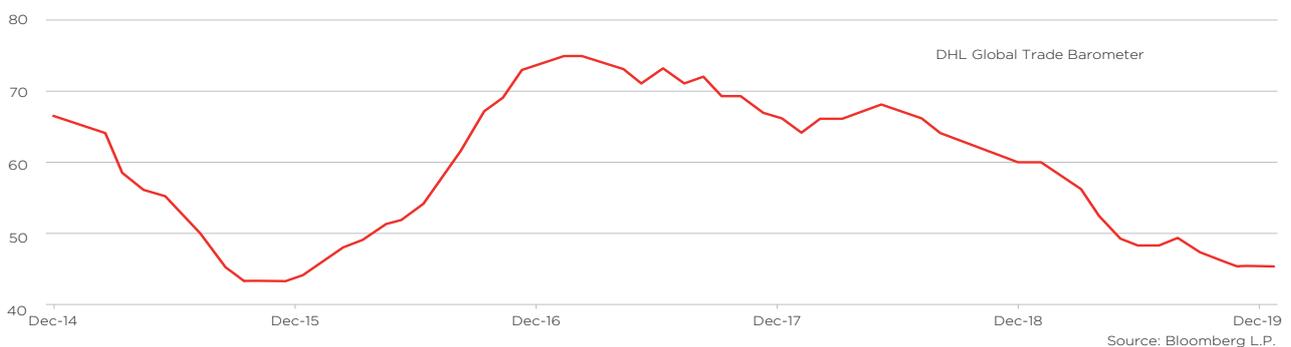
interés para 2019 y sin embargo acabó con tres recortes de 0.25 y el fin prematuro de la contracción de su balance. De hecho, el balance de la Reserva Federal volvió incluso a crecer en septiembre a consecuencia de la inyección de liquidez en los mercados monetarios por el estrés tan pronunciado del mercado de "repos".

El Banco Central Europeo también dio una inyección monetaria pese al poco margen de maniobra que tenía. En septiembre, el banco decidió bajar los tipos un 0,1% para situarlos en el 0,5% y resumir así la flexibilización cuantitativa (20.000 millones de euros al mes) e introducir la tasa de depósitos escalonado llamada «tiering» para los bancos con el fin de limitar el impacto de los tipos negativos en su rentabilidad. El BCE también ofrecerá a los

bancos nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO) con condiciones favorables. En gran medida, estas acciones fueron impuestas por Mario Draghi ante las objeciones del comité de política monetaria del banco. También marcaron el final de sus ocho años al mando del BCE que dejó en manos de Christine Lagarde el 1 de noviembre.

Incertidumbre continuada en torno al comercio

El Barómetro de Comercio Global de DHL



El comercio mundial de bienes perdió fuerza en 2019. Su tasa de crecimiento y los nuevos pedidos de exportación retrocedieron a cifras similares a las registradas a principios de 2016. Esta deceleración ha sido extensa y el número de países con producción industrial en recesión técnica se ha triplicado desde comienzos de 2018 y representan casi un 25%. El Banco Mundial prevé que el crecimiento del comercio global va a caer del 4,1% de 2018 a un 2,6% en 2019. Este debilitamiento se concentrará en los bienes de capital más comercializados, incluidos los componentes electrónicos como los semiconductores.

A la fecha de este informe, Donald Trump acaba de twitear que Estados Unidos y China están «muy cerca» de cerrar un «gran acuerdo». Hemos perdido la cuenta de las veces que Trump y otros representantes de la Casa Blanca han hecho comentarios de este estilo y cuántas veces han acabado decepcionados los inversores ante la esperanza de un acuerdo comercial. En un principio Estados Unidos pedía a China compromisos en muchas áreas aparte del comercio, pero las negociaciones se han ido reduciendo a un ámbito mucho más limitado. Aunque al final se llegara a firmar un acuerdo comercial de «fase uno», es probable que las tensiones entre ambos países perduren mucho tiempo dadas las divergencias estratégicas en tantos aspectos.

La amenaza de la Casa Blanca de imponer aranceles no se ha limitado a los bienes chinos. Ciertos sectores, como la industria de la automoción en Europa, siguen muy preocupados por esta amenaza. Esto significa que las fricciones comerciales continuarán y siguen representando una de las mayores preocupaciones de los inversores aunque ya se han ido acostumbrando a este riesgo. Las repercusiones más notables de estas tensiones comerciales han sido el aplazamiento de las decisiones de inversión y la deceleración del comercio global. En este sentido, la Unión Europea ha sido la más perjudicada por el carácter abierto de sus economías y la incertidumbre causado por el Brexit.

La influencia de las políticas en el precio de los activos financieros

Las políticas siguen siendo un factor esencial para los mercados de capitales y 2019 ha proporcionado abundantes ejemplos. Sin duda alguna, los acontecimientos relativos al Brexit han sido los mayores impulsores de la libra esterlina. El menor riesgo de un Brexit duro y la aplastante mayoría de Boris Johnson en las elecciones generales de diciembre han propulsado la libra esterlina de 1,20 contra el USD en agosto a 1,34 a la fecha de este informe. La evolución de los rendimientos italianos del año pasado también estaba estrechamente vinculada a los acontecimientos políticos, cuando la formación de un nuevo gobierno de coalición provocó una

caída del rendimiento de los Bonos del Tesoro a 10 años de la máxima anual del 2,96% a la cuota mínima del 0,81% a principios de septiembre. Los mercados emergentes también sufrieron fuertes tensiones políticas en 2019, incluidos varios países latinoamericanos. El mercado de renta variable de Hong Kong registró el peor resultado, consecuencia de la prolongada y a veces violenta ola de protestas contra el gobierno. El año 2020 no se librará de los riesgos políticos. De hecho, es probable que las próximas elecciones presidenciales en Estados Unidos acentúen la volatilidad del mercado.

CONCLUSIONES

Las principales conclusiones que podemos sacar de los acontecimientos económicos y políticos del año pasado son que la economía mundial se encuentra en un estado más precario pese a los recientes indicios de estabilización y que el apoyo de los bancos centrales acabará por agotarse. Los inversores esperan que la disminución de las tensiones comerciales contribuya a mejorar la confianza empresarial y favorezca la recuperación del comercio internacional y la actividad manufacturera. Los riesgos políticos seguirán presionando los mercados, especialmente las elecciones estadounidenses de 2020 que seguramente acapararán los titulares y provocarán más volatilidad.

La relajación de las tensiones comerciales sería de gran ayuda para la economía

En este último año, la economía estadounidense ha bajado el ritmo para acercarse a su potencial a largo plazo pero la fuerza de los mercados laborales, la solidez del gasto del consumidor y la relajación de las condiciones financieras deberían protegerla del riesgo de recesión. La retirada de la amenaza de más aranceles también sería un punto a su favor. Europa está esperando un repunte en su economía, sobre todo si se firma la «fase uno» del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, dado que seguramente fomentaría las exportaciones en la zona euro. Por último, los mercados emergentes deberían también beneficiarse de la relajación de las tensiones comerciales por su sensibilidad al comercio y las cadenas de suministro.

Bancos centrales acomodadores deberían proporcionar estabilidad y visibilidad

Al contrario de hace un año, los mercados y la Reserva Federal parecen coincidir y ambas partes descartan por ahora la idea del statu quo de la política monetaria estadounidense. El Banco Central Europeo incrementó su apoyo hace poco pero se está quedando sin opciones y no se espera que vaya a anunciar ningún ajuste en el próximo año. La mayoría de los demás bancos centrales siguen mostrándose acomodaticios, especialmente los de los mercados emergentes y no es probable que cambien su trayectoria en 2020.

Riesgos políticos entre los principales riesgos de mercado

El proceso de destitución y las elecciones presidenciales en Estados Unidos, las reformas de pensiones tan impopulares en Francia, el serio malestar en Hong Kong, la desconfianza en Sudamérica... la lista de riesgos políticos es interminable y es muy probable que perduren en 2020. Todo esto está ocurriendo en un ambiente marcado por relaciones internacionales tensas y el auge del proteccionismo. Esto podría agravar el impacto de los problemas políticos en los mercados y los inversores deberán estar preparados para tomar decisiones tácticas para contener las repercusiones negativas.

2019: LOS MERCADOS FINANCIEROS

El año pasado fue una añada excepcional para los mercados financieros donde se han observado resultados excelentes en todas las clases de activos. El temor de una recesión y la preocupación por un endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal, que habían provocado una fuerte corrección de los mercados en el último trimestre de 2018, desaparecieron nada más empezar 2019. El vuelco que dio el Banco Central americano, el optimismo por un acuerdo comercial entre

Estados Unidos y China y el menor pesimismo sobre la economía fueron los principales impulsores de unas ganancias extraordinarias en renta variable. La postura acomodaticia de los bancos centrales de todo el mundo y la presión por la baja inflación también contribuyeron a unos resultados muy superiores a la media en los mercados de bonos, mientras que las oscilaciones de las divisas fueron en general moderadas, sobre todo en los cruces de divisas más importantes.

Rentabilidad en 2019

	Cierre 2018	Cierre 2019	Rentabilidad 2019
RENTA VARIABLE			
S&P 500	2506.9	3230.8	+ 28.9%
Euro Stoxx 50	3001.4	3745.2	+ 24.8%
MSCI EM	965.8	1114.7	+ 15.4%
RENTA FIJA			
UST 10-años	2.68%	1.92%	- 76bps
Bund 10-años	0.24%	- 0.19%	- 43bps
BBB EU	1.89%	0.97%	- 92bps
DIVISAS			
EUR/USD	1.147	1.121	- 2.3%
USD/CHF	0.982	0.967	- 1.5%
GBP/USD	1.275	1.326	+ 4.0%
USD/JPY	109.7	108.6	- 1.0%
EUR/CHF	1.126	1.086	- 3.6%
MATERIAS PRIMAS			
CRB Index	169.8	185.8	+ 9.4%
Petróleo, WTI	\$ 45.4	\$ 61.1	+ 34.6%
Oro	\$ 1282	\$ 1517	+ 18.3%

RENTA VARIABLE

La fuerte rentabilidad de los mercados de renta variable global en 2019 se atribuyó básicamente al fuerte ajuste de la reevaluación de sus valoraciones a la luz del flojo crecimiento de los beneficios. El ratio precio/beneficios a plazo de la renta variable global subió de una cifra mínima de 13.3x en enero a cerca del 18x en diciembre, una cifra que se puede considerar elevada. Los inversores se sintieron más seguros por las acciones de los bancos centrales y decidieron que las negociaciones entre Estados

Unidos y China acabarían en un acuerdo comercial, aunque sólo sea uno parcial. Puede que los titulares sobre el comercio y los tweets de Donald Trump causaran cierta volatilidad en ciertos momentos, pero los mercados se han acostumbrado a este tipo de revuelo. La pronunciada caída de los rendimientos de los bonos también ayudó a subir los precios de la renta variable ante una rentabilidad por dividendo relativamente atractiva y valoraciones por descuento de flujos de caja más altas.

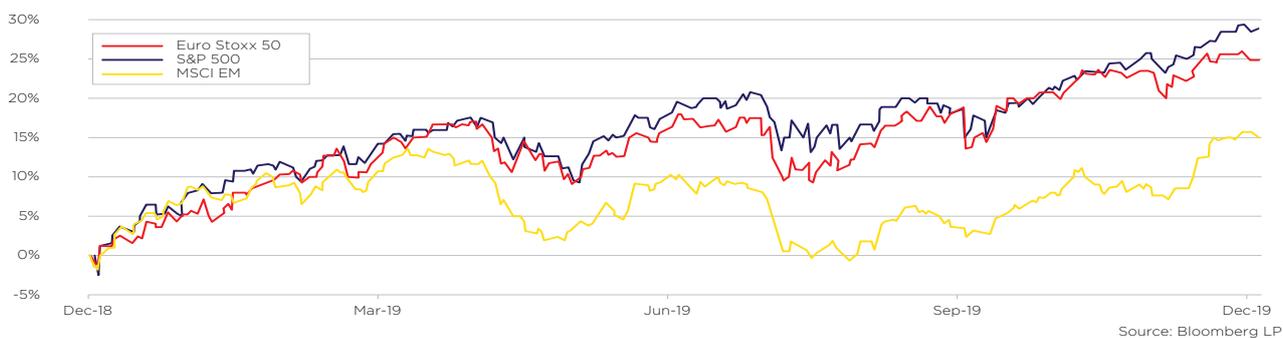
MSCI World Local



Los mercados de renta variable global empezaron 2019 con muy buen pie tras una caída del 18% al cierre del año anterior. A finales de abril, la renta variable siguió creciendo sin parar puesto que ya había vuelto a las cifras máximas de 2018. Bajo la presión de los mercados y puede que también de la administración Trump, la Reserva Federal dio un giro de 180 grados en enero cuando planteó la posibilidad de recortar los tipos de interés en lugar de ejecutar las dos subidas esperadas para 2019. Se sucedieron tres recortes de los tipos de interés y otros bancos centrales de todo el mundo recortaron también sus

tipos, lo cual demostró ser un apoyo decisivo para el fuerte rendimiento de la renta variable. Hasta finales de verano, el estilo de inversión en crecimiento (Growth) obtuvo resultados muy superiores al de inversión en valor (Value). A partir de ahí, los títulos “valor empezaron a levantar cabeza. El descuento en títulos “crecimiento” había alcanzado máximas históricas y el repunte del rendimiento de los bonos también contribuyó a una mejor rentabilidad sumado a los primeros indicios de una recuperación de los datos económicos.

S&P 500 - MSCI Emerging Markets - Euro Stoxx 50

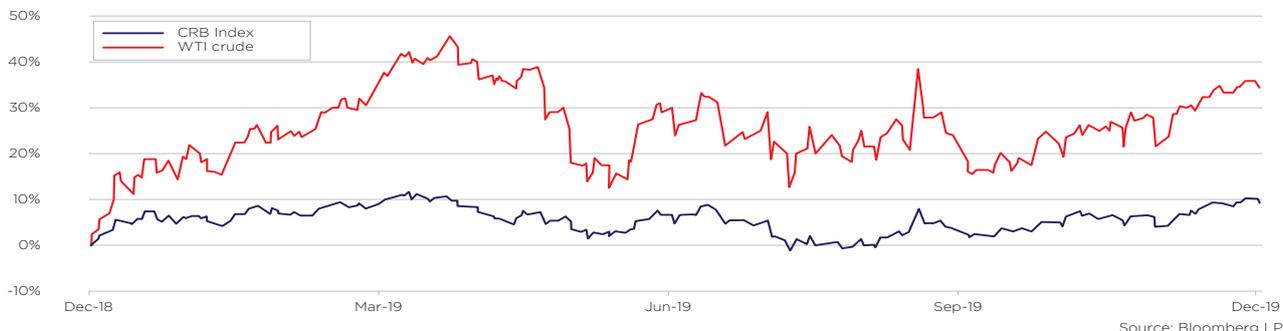


Tal y como se observa en el gráfico anterior, la renta variable de los mercados desarrollados registró resultados superiores a los mercados emergentes pese a que los mercados chinos publicaran resultados excelentes tras un 2018 penoso. La devaluación de ciertas divisas de los mercados emergentes frente al dólar, la caída del

comercio mundial y las graves tensiones políticas fueron algunas de las causas más destacadas de los resultados decepcionantes de los mercados emergentes. A niveles de sectores, los títulos tecnológicos produjeron los mejores resultados mientras que el sector energético y los bancos europeos se han quedado claramente atrás.

MATERIAS PRIMAS

CRB Index y WTI petróleo

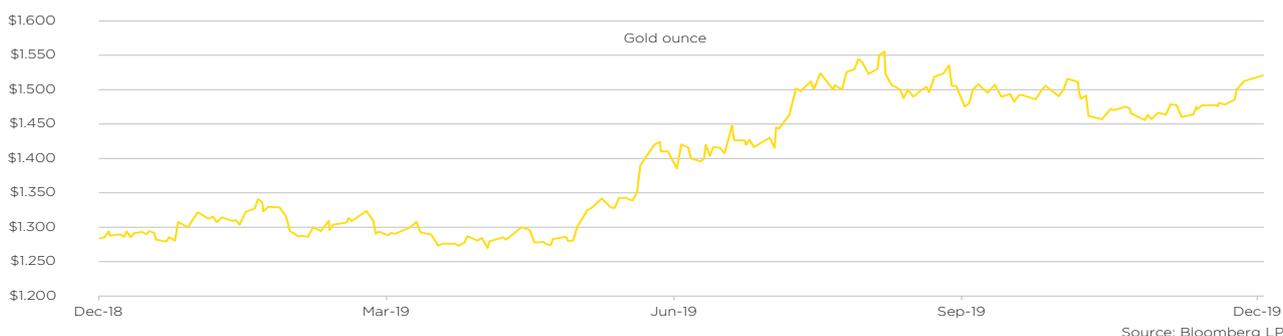


El rendimiento de los índices de materias primas globales fue positivo en 2019 con el repunte del petróleo, la mayor demanda de oro y la subida del precio del mineral de hierro. El precio de las materias primas empezó con muy buen pie puesto que el temor a la recesión fue reemplazado por optimismo con respecto al comercio y el apoyo de los bancos centrales. Como suele ocurrir, las rentabilidades de las diferentes materias primas eran dispares y a menudo dependían de la oferta. Por ejemplo, el mineral de hierro sufrió un grave encogimiento de la oferta acoplada con una fuerte demanda. La ruptura de un

dique en Brasil interrumpió la producción del mineral de hierro y provocó por tanto su escasez en todo el mundo.

El precio del petróleo también prosperó cuando los recortes de producción de los países miembros de la OPEP y otros países redujeron la oferta mundial. El precio del petróleo ya alcanzó su nivel máximo en abril pero a partir de ahí, la preocupación por el crecimiento de la demanda del petróleo afectó negativamente al precio. A principios de diciembre, los países miembros de la OPEP y otros países acordaron otro recorte de la producción de 500.000 barriles al día para apoyar los precios.

Oro



El mercado del oro ha tenido un año excelente. Su precio llegó a crecer un 21% para situarse en el precio más alto de los últimos años a 1.550\$ por onza. El interés por el oro aumentó en un entorno marcado por la incertidumbre

comercial, un crecimiento económico más lento y la caída del rendimiento de los bonos. La demanda de los bancos centrales fue otro contribuyente y los mayores compradores fueron China, Rusia y Turquía.

INSTRUMENTOS DE DEUDA

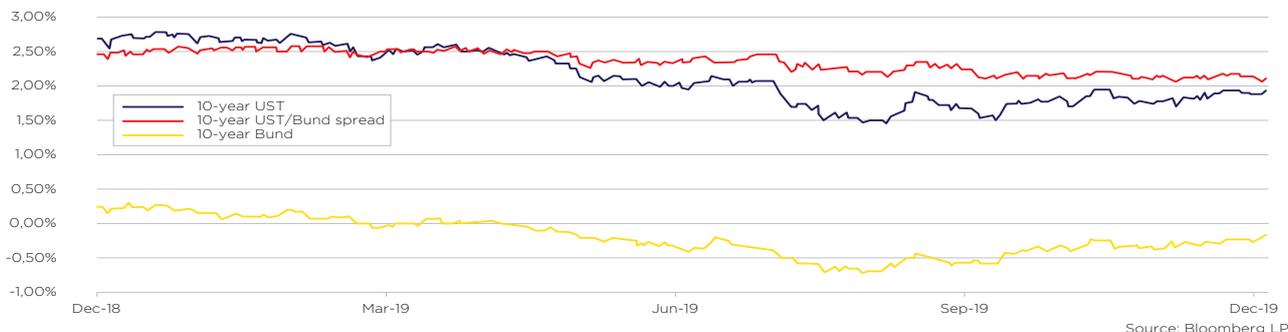
La fuerte caída de los rendimientos de los bonos hasta agosto fue espectacular y totalmente inesperada. En contraposición a las expectativas generalizadas de principios de año, los rendimientos de los bonos del Estado americanos y de los Bund alemanes a 10 años cayeron

del 2,68% y 0,24% al 1,46% y -0,72% respectivamente a principios de agosto. La principal causa de esta evolución fue la decisión de la Reserva Federal de cambiar radicalmente el rumbo de su política monetaria. Revirtió algunas de las subidas de los tipos de interés

y acabó de reducir su balance antes de lo previsto. La deceleración del crecimiento económico, la ausencia de presiones inflacionarias y los numerosos recortes de los tipos de interés por parte de otros bancos centrales

también contribuyeron a bajar los rendimientos. A partir de agosto, los rendimientos se recuperaron tras superar exageradamente las expectativas y los inversores redujeron su exposición a los activos más defensivos.

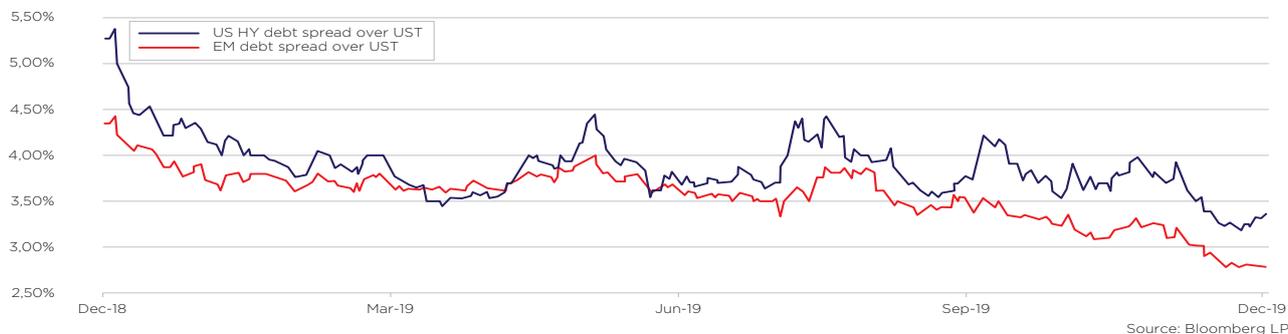
Rendimientos y spreads de los bonos del Estado de Estados Unidos y Alemania a 10 años



La gráfica muestra el comportamiento tan estrechamente correlacionado de los bonos del Estado y Bunds en 2019 así como el estrechamiento progresivo de su spread por un mayor grado de intervención del Banco Central Estadounidense. A diferencia de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo no ha logrado empezar a

normalizar su política monetaria y se ha quedado con poco margen para realizar ajustes significativos a su política. Sin embargo, en septiembre, Mario Draghi impuso un recorte de los intereses del 0,1% al -0,5% y el relanzamiento de su programa de compra de bonos (20.000 millones de euros al mes).

Spreads de la deuda de mercados emergentes y de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos



Como es natural en un entorno marcado por la menor aversión al riesgo y la caída de los rendimientos de los bonos, observamos un fuerte estrechamiento de los spreads de la deuda de los mercados emergentes y los créditos durante el pasado año. La demanda de activos

que ofrecieran algunos ingresos y la postura cada vez más acomodaticia de los bancos centrales favorecieron el interés por los bonos empresariales y la deuda de los mercados emergentes.

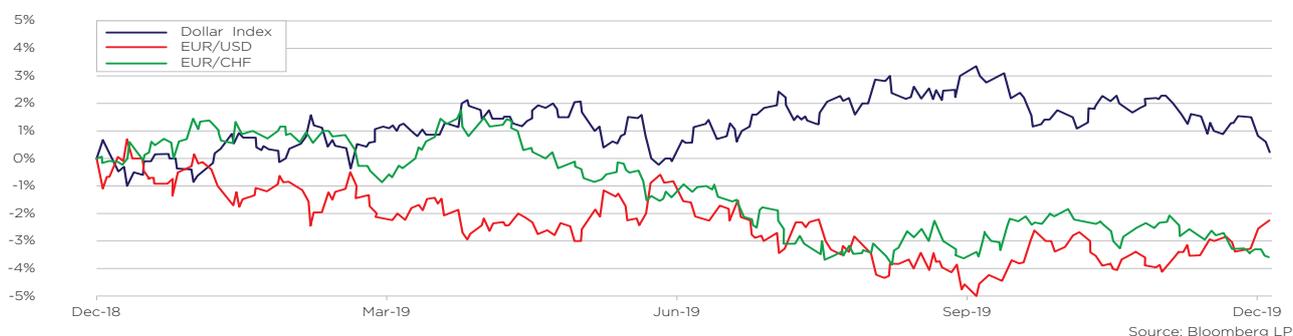
Rendimiento del mercado de instrumentos de deuda en 2019 (USD)

World Government Bond Index	+ 7.1%
US Credit AAA	+ 10.2%
US Credit BBB/BB	+ 16.9%
Global Emerging Market Sovereign	+ 14.8%
US High Yield	+ 14.1%

DIVISAS

El año pasado fue relativamente tranquilo para los mercados de divisas. La prueba es que la volatilidad nunca fue tan baja. La revalorización del dólar estadounidense que ya habíamos observado en 2018 prosiguió pero a un ritmo más tranquilo tras una postura mucho más conciliadora de la Reserva Federal. Las variaciones anuales de los cruces de divisas más importantes han estado muy contenidas y el valor más destacado fue la libra esterlina ante los acontecimientos políticos que han reducido el riesgo de un Brexit duro. Con algunas excepciones, las

divisas de los mercados emergentes se devaluaron frente al dólar estadounidense. El peso argentino siguió acusando las turbulencias políticas, al igual que otras divisas latinoamericanas, mientras que los países orientados al comercio, como Corea del Sur, también fueron testigos de un debilitamiento de sus divisas. Pese a que ha sido un buen año para los activos arriesgados, las divisas refugio como el franco suizo y el yen japonés demostraron ser extremadamente resistentes.



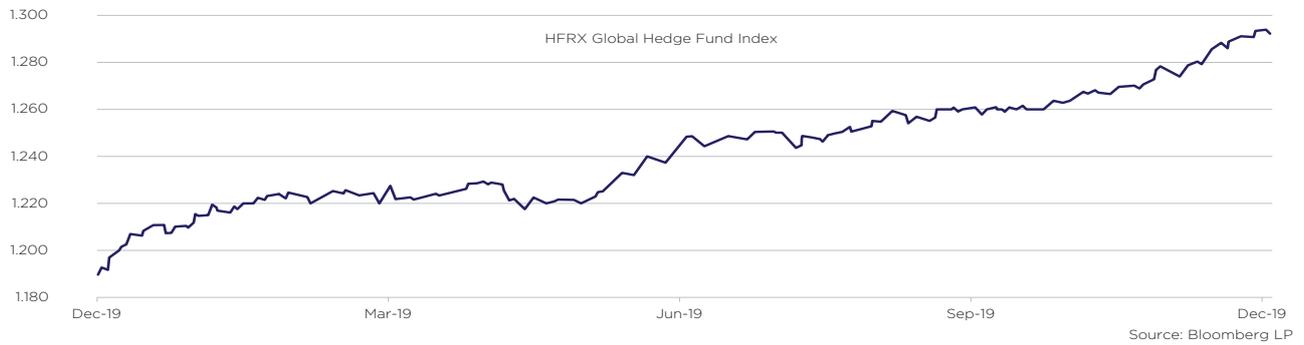
La gráfica muestra que el índice del dólar sólo se ha revalorizado un 0,2% y evolucionó en una franja de máxima a mínima del 4,5%, menos de la mitad del rango observado en 2018. El euro cerró el año con una caída del 2,3% frente

al dólar estadounidense pese a que la Reserva Federal recortó los tipos tres veces. Esto refleja que el diferencial de crecimiento del PIB importó más que los diferenciales de los tipos de interés.

FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)

Tras un año 2018 difícil en el que los activos de la industria de los fondos alternativos habían caído por primera vez en diez años, esta industria se ha recuperado en cuestión de rentabilidad y flujos. Los flujos de salida generales prosiguieron en la primera mitad de 2019 pero el ritmo ha decaído considerablemente en un entorno de mejor rentabilidad. Todas las estrategias principales han logrado generar resultados positivos y, como era de esperar, las estrategias con una mayor exposición al mercado (coeficiente beta) han obtenido resultados superiores. Se atribuyen los mejores resultados a la estrategia Long/Short en renta variable pero la estrategia CTA (Commodity Trading Advisor) también tuvo éxito gracias a las sólidas y consistentes tendencias en las diferentes clases de activos.

Según Hedge Funds Research, el número de liquidaciones de fondos alternativos sigue sobrepasando el de nuevos lanzamientos. El segundo trimestre de 2019 marcó el cuarto trimestre consecutivo de esta tendencia, con un total de 788 liquidaciones frente a 544 lanzamientos. Algunos de los fondos alternativos más reconocidos que decidieron devolver el dinero a sus inversores fueron Moore Capital, Stone Milliner y Highbridge Multi-Strategy.

HFRX Global Hedge Fund Index

Rendimientos de las estrategias de los fondos alternativos (hedge funds) en 2019 (*finales de noviembre)

HFRX Global Hedge Fund Index	+ 8,7%
HFRX RV FI Convertible Arbitrage Index	+ 5,5%
HFRX Multi-Emerging Markets Index	+ 7,4%*
HFRX RV FI Corporate Index	+ 8,2%*
HFRX Equity Hedge Index	+ 10,7%
HFRX Macro Multi-Strategy Index	+ 9,4%*
HFRX Event Driven Index	+ 10,0%
HFRX Equity Hedge Short Bias Index	- 19,3%*
HFRX Macro Systematic Diversified CTA Index	+ 6,7%

2020: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

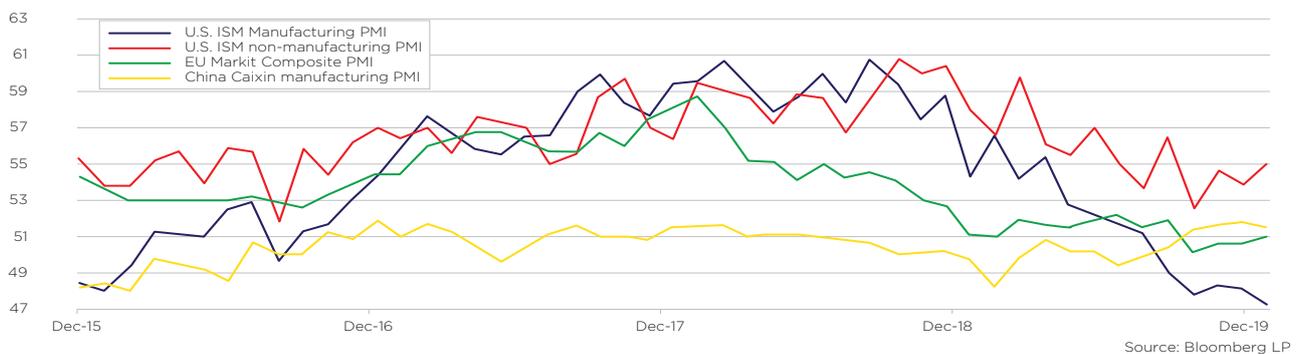
El crecimiento global podría haber tocado fondo

Tal y como se esperaba, el crecimiento económico mundial decayó en 2019 pero puede que ya haya tocado fondo y empiece a acelerar el ritmo este año. En 2020, la economía estadounidense podría ralentizarse levemente y su crecimiento se estabilizaría en su potencial a largo plazo. No es fácil que los mercados laborales reflejen una mejora significativa dado que están en mínimos históricos y su ciclo económico está en una fase muy madura. La zona euro se ha visto gravemente perjudicada por la debilidad del comercio internacional, pero la economía mundial podría por fin ver la luz en el conflicto sobre aranceles entre Washington y Beijing y de ser así, supondría un respiro para el sector de exportaciones de la zona euro. El resultado de las elecciones generales celebradas en diciembre en el Reino Unido también debería aclarar la relación futura del Reino Unido con la Unión Europea. Ahora bien, esto no elimina la amenaza de un Brexit duro dado que los ambiciosos planes del nuevo gobierno de llegar a un acuerdo comercial con la Unión Europea para

finales de 2020 podrían aún dar lugar a un Brexit sin acuerdo (cliff-edge). Por último, la deceleración dirigida y continuada de la economía china también se beneficiaría de una mejora de las relaciones comerciales del país con Estados Unidos. Esto a su vez debería tener consecuencias positivas en otros países cuyas economías están estrechamente vinculadas a China y que desempeñan un papel importante en las cadenas de suministro mundiales.

Para 2020, el FMI prevé un repunte del crecimiento mundial del 0,2% para situarse en el 3,4%, mientras que la OCDE no prevé variaciones y cree que se mantendrá en el 2,9%. Desde el punto de vista regional, se espera que el crecimiento de Estados Unidos caiga en torno al 2,1%, el de China debería acercarse al 5,8% y el crecimiento de la zona euro remontaría ligeramente hasta el 1,4%. Las revisiones al alza del FMI afectan a Latinoamérica (sube un 1,6% al 1,8% en 2020), Oriente Medio (sube un 2% al 2,9%) y la India (sube un 0,9% al 7%).

Indicadores adelantados: Índices de gestores de compras (PMI)



La gráfica anterior muestra la caída de la actividad manufacturera mundial observada en los últimos dos años. Los diferentes Índices de gestores de compras (PMI) también muestran que ninguna región se ha salvado, aunque los últimos datos fueran algo más prometedores.

Los PMI no manufactureros también han reflejado resultados más bajos pero la actividad de servicios ha demostrado ser relativamente sólida y las cifras no han caído por debajo del 50, un nivel que indica expansión.

Los riesgos de recesión han disminuido

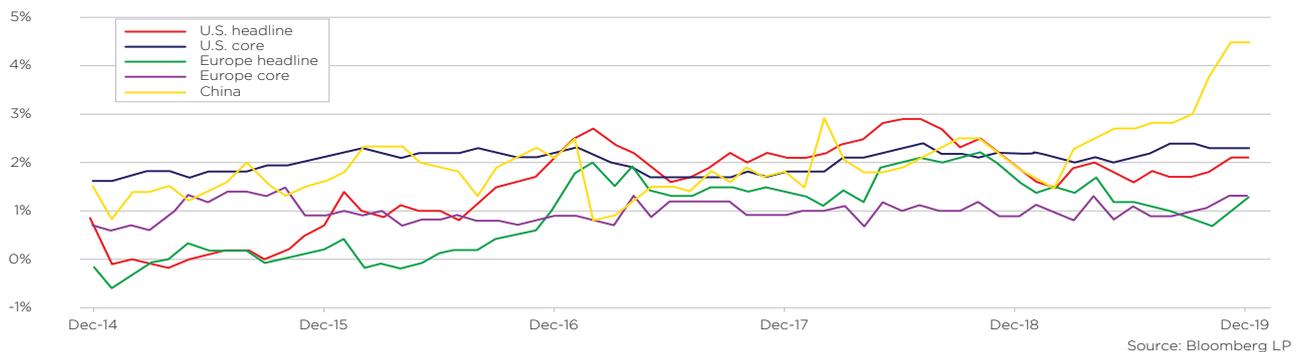
La preocupación por los riesgos de recesión ha ido aflojándose y la mayor parte de los economistas coincide en que es poco probable que se produzca la recesión en 2020. Los recientes comunicados de Estados Unidos y China sobre el comercio y la mayor claridad sobre el Brexit tras las elecciones generales deberían ser más favorables para las inversiones que se han ido retrasando durante varios años. La deceleración del crecimiento comercial global fue pronunciada en 2019, cayendo del 4,1% al 2,6%, pero a medida que la actividad manufacturera vaya

cobrando fuerza, se debería estabilizar en torno al 3,2% según el Banco Mundial. En 2019, 67 bancos centrales relajaron su política monetaria y el impacto diferido en el crecimiento debería hacerse más patente este año. Por último, los mercados laborales no muestran aún indicios de debilitamiento y deberían seguir apoyando el consumo. La suma de todos estos factores debería contribuir a una ampliación del ciclo económico y contener el riesgo de una recesión en 2020.

Las expectativas de inflación se mantienen bajas

La inflación se ha mantenido bajo los objetivos de los principales bancos centrales, especialmente en la zona euro, y las expectativas de inflación fueron decayendo durante 2019. El imposibilidad de lograr los objetivos de inflación anunciados por los bancos centrales durante

tanto tiempo parece indicar que no estarán dispuestos a subir los tipos de interés a medio plazo. Varios bancos centrales relevantes están revisando su marco y podrían incluso tolerar un nivel de inflación más allá de su objetivo para anclar las expectativas de inflación en el 2%.



La gráfica muestra unos niveles de inflación constantemente bajos en las principales economías a excepción de China. El precio del cerdo se duplicó ante el brote de peste porcina africana, lo que empujó la inflación china al nivel más alto de los últimos 11 años. Sin embargo, los precios de los productos no alimentarios y los precios francos de fábrica siguieron mostrando faltas de aliento, lo que refleja a su vez el debilitamiento de la demanda.

En Estados Unidos, la medida de inflación preferida de la Reserva Federal no ha alcanzado su objetivo del 2% en todo el año y lleva sin hacerlo desde antes de la crisis financiera de 2007-2008. Algunos economistas prevén que la inflación resurgirá en 2020 a la luz de las crecientes presiones salariales por el bajo nivel de desempleo, pero tendría que subir notablemente para que la Reserva Federal se planteara alzar los tipos.

Dudas sobre el estímulo fiscal

Al ver que los bancos centrales se quedan sin munición para estimular el crecimiento, se ha hablado mucho de la posibilidad de que el estímulo fiscal asuma parte de la carga de la política monetaria, sobre todo en la zona euro. Tanto Mario Draghi como Christine Lagarde han estado pidiendo una ampliación fiscal pero parece muy poco probable que se produzca un estímulo fiscal significativo en la zona euro en 2020. Alemania es el objetivo primordial para los representantes del BCE que buscan un impulso fiscal dado su gran superávit por cuenta corriente y su presupuesto equilibrado. Sin embargo, es más probable que el país respete el límite al gasto público de su constitución (un déficit estructural máximo del 0,35% del PIB cuando no hay crisis) y conserve su presupuesto equilibrado (política sin nuevas deudas llamada «schwarze Null»). Francia e Italia apenas tienen margen para gastar y la inclinación de los Países Bajos por un mayor gasto es importante para el país, pero no tendrá grandes repercusiones en la zona euro. En Estados Unidos, las elecciones presidenciales de 2020 implican que un consenso bipartito para cualquier iniciativa importante es ilusorio, por lo que casi no cabe esperanza de que se adopten estímulos fiscales en algunas de las economías más importantes del mundo.

Conclusiones

Las perspectivas para la economía mundial parece algo más favorable. La distensión de las disputas comerciales, un mandato claro de Brexit para Boris Johnson, un consumo sólido, la estabilización de la actividad manufacturera y unas políticas monetarias favorables deberían incrementar la probabilidad de un repunte moderado del crecimiento económico mundial mientras que el riesgo de una recesión es menor.

Las expectativas de estímulos fiscales significativos en la zona euro y en Estados Unidos parecen escasas por varios motivos. En cambio China, la India y el Reino Unido sí parecen más dispuestos a adoptar algunas medidas de expansión fiscal. Se prevé que el crecimiento comercial global se estabilice en un nivel algo más elevado en los próximos años tras un año pésimo.

Es poco probable que la inflación sea una preocupación para los bancos centrales más importantes y los tipos de interés de la zona euro y Estados Unidos deberían mantenerse en los niveles actuales mucho tiempo. Los bancos centrales de los mercados emergentes siguen teniendo margen para relajar sus políticas, al igual que el Banco Popular de China, cuando la inflación toque techo por el precio de los alimentos.

2020: PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Este entorno es favorable para los mercados financieros

Creemos que los mercados financieros deberían empezar 2020 con buen pie en un entorno marcado por una menor incertidumbre comercial y política, políticas monetarias favorables y los primeros indicios de un repunte en el crecimiento económico. Los inversores estarán más dispuestos a aumentar su asignación a activos arriesgados a falta de alternativas. Sin embargo se debe tener en cuenta que el nivel inicial de expectativas de los rendimientos de las inversiones es mucho menos prometedor que hace un año cuando la valoración de la renta variable y los instrumentos de deuda de alto rendimiento se desplomó. Esto implica que el precio de los activos está más expuesto a las decepciones dado que las políticas monetaria y fiscal han adelantado una parte importante del crecimiento y los rendimientos futuros.

Pocas sorpresas esperadas de los principales bancos centrales

El aflojamiento de las políticas monetarias de los bancos centrales en todo el mundo fue el mayor impulsor de la recuperación de los activos financieros en 2019. Los bancos centrales más importantes han insistido varias veces en que esperan prolongar su postura acomodaticia durante 2020 y es muy poco probable que el rumbo de sus políticas vaya a sorprender a los inversores. Sin embargo, tienen ahora menos margen para maniobrar y estarán esperando que sus medidas contribuyan a recuperar el crecimiento económico, sobre todo si se tiene en cuenta que las expectativas de un estímulo fiscal parecen algo escasas. Aunque la Reserva Federal sigue teniendo la capacidad de proporcionar más apoyo, al BCE apenas le quedan herramientas.

PERSPECTIVAS DE INSTRUMENTOS DE DEUDA

La alza de los rendimientos soberanos debería ser limitada

Los tipos de interés a largo plazo siguen siendo poco atractivos a la vista de sus valoraciones, pero deberían seguir recibiendo el apoyo de las expectativas de inflación a la baja, el exceso de capacidad global y la política monetaria relajada. Predecir los rendimientos de los bonos ha resultado ser arriesgado estos últimos años pero creemos que los rendimientos de los bonos del Estado sólo subirán moderadamente dado que las políticas de los bancos seguirán presionando a la baja el extremo corto de la curva de rendimiento.

El crédito seguirá en demanda

A la vista de nuestro optimismo para el inicio de 2020, el crédito debería producir resultados relativamente saludables y superiores a los bonos del Estado dada la demanda de los inversores de instrumentos que aporten ciertos ingresos. Los rendimientos de los bonos corporativos recibirán principalmente el impulso ("carry") en 2020 debido al considerable estrechamiento de los spreads el año pasado. Se han relajado las condiciones financieras y los principales bancos centrales vuelven

a ampliar sus balances. Los bonos empresariales aprovecharán este entorno aunque los spreads crediticios sean ajustados, en términos históricos, y aunque los riesgos de liquidez se agraven durante una fase de aversión al riesgo (risk-off).

Condiciones positivas para la deuda de los mercados emergentes

Las condiciones para una prolongación del repunte en la deuda de los mercados emergentes parecen ser apropiadas. La disminución de los riesgos de una guerra comercial y la mejora del sentimiento del inversor deberían seguir impulsando la deuda de los mercados emergentes.

PERSPECTIVAS DE LA RENTA VARIABLE

La renta variable debería seguir aprovechando de la tendencia positiva

Consideramos que el entorno actual es favorable para la renta variable dado que debería aprovechar la desaparición de varias incertidumbres y el apoyo continuado de las políticas monetarias relajadas de los bancos centrales. Los riesgos de recesión también han disminuido y los últimos datos económicos apuntan a una recuperación moderada. Asimismo, los inversores han sido cuidadosos este último año y han invertido más en activos de renta fija que en renta variable según los datos de los flujos de los fondos. Sus asignaciones a efectivo también han sido altas de modo que la posibilidad de que se traslade parte de estos activos defensivos a renta variable es real.

Las valoraciones ya no ofrecen apoyo

Tras un repunte asombroso de los precios de la renta variable en 2019 y unos beneficios flojos, las valoraciones han aumentado considerablemente. De hecho, algunos mercados se encuentran muy por encima de sus medias a largo plazo. Las valoraciones no son un buen indicador para encontrar el momento oportuno en el mercado pero las valoraciones baratas sí suelen ser reconfortantes frente

al riesgo de pérdidas y ya no es el caso. La renta variable de Estados Unidos y Suiza es cara, la europea tiene un precio justo, mientras que la renta variable japonesa y de los mercados emergentes se negocia a precios descontados y presenta la posibilidad de remontar. Esto implica que el crecimiento de los beneficios desempeñará un papel mucho más importante este año.

No se deben ignorar los vientos contrarios en el mercado

No debemos acomodarnos con nuestro optimismo para la renta variable de los primeros meses del año dado que se podría desplomar fácilmente el entorno favorable para los mercados de renta variable. La renta variable de Estados Unidos afronta la creciente incertidumbre política que generan las elecciones presidenciales de noviembre y el riesgo de una caída de los márgenes de beneficios por costes laborales más altos. Las tensiones políticas en los mercados emergentes no desaparecerán de un día para otro, mientras que Europa podría ser el siguiente objetivo de la guerra comercial de Trump. Además, cuesta pensar que las negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido sobre su relación comercial futura vayan a ser fáciles y cortas.

INVERSIONES ALTERNATIVAS

La selección de los fondos alternativos plantea un verdadero reto

Nos han decepcionado los resultados que generaron los fondos alternativos en una estructura OICVM (UCITS). Vista la necesidad de formar carteras resistentes, los fondos alternativos seguirán representando soluciones de inversión pero puede que con otro formato o con términos de liquidez menos favorables.

Productos estructurados

A la luz del reto que supone encontrar inversiones que ofrezcan ventajas de diversificación reales para las carteras, seguiremos invirtiendo en una gama de productos estructurados. Nos aferraremos a nuestro enfoque oportunista mientras vigilamos constantemente las condiciones de los mercados para optimizar el punto de entrada para los diferentes tipos de estructura.

PERSPECTIVAS DEL ORO

El oro seguirá en su fase de consolidación a corto plazo

Tras el fuerte repunte del verano, el precio del oro lleva viviendo una fase de consolidación desde principios de septiembre y creemos que esta tendencia continuará a corto plazo. Dentro de unos meses, el oro podría aprovechar el debilitamiento del dólar y unos tipos de interés reales que seguramente sigan limitados por las políticas monetarias relajadas. Los bancos centrales también seguirán comprando más oro dado que quieren diversificar sus reservas y alejarlas del dólar estadounidense.

La función de diversificación del oro

Las perspectivas a corto plazo para los precios del oro no deberían cambiar el hecho de que el oro sigue siendo un activo refugio y una protección frente a los riesgos más extremos. Los inversores han estado ampliando su asignación a oro y esta tendencia parece sostenible, especialmente en el caso de un auge de las tensiones geopolíticas y comerciales.

PERSPECTIVAS DE LAS DIVISAS

La volatilidad de las divisas seguirá siendo baja

Nuestro principal escenario es la prolongación de la baja volatilidad observada en los mercados de divisas del año pasado. Esperamos que los pares de divisas más importantes sigan negociándose en franjas relativamente ajustadas, debido en su mayoría a la acción limitada de los principales bancos centrales. La mejora de la economía mundial y las pocas diferencias de crecimiento entre los países desarrollados son también factores de estabilización. Además creemos que el valor de las divisas refugio, como el franco suizo y el yen, se mantendrá dada la demanda tan sólida.

Las divisas de los mercados emergentes tendrán mejores resultados

Las divisas de los mercados emergentes podrían dar beneficios por sus valoraciones bajas, la disminución de las tensiones comerciales y la postura conciliadora de la Reserva Federal. El aumento de la demanda de las materias primas en un entorno de recuperación económica es otro factor a favor de las divisas de los países productores de materias primas.

El euro podría ascender levemente

Si se ratificara el optimismo actual sobre la economía y el comercio con los próximos datos y la firma de un acuerdo comercial, el euro podría salir beneficiado dada la importancia del sector manufacturero en Europa frente a Estados Unidos. El hecho de que el euro se negocie con valoraciones más bajas que el dólar y que el crecimiento sea más fuerte fuera de los Estados Unidos también podría fomentar la demanda de los activos no estadounidenses, incluidos los denominados en euros.

2020: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

EFFECTIVO (5%)

Nuestra asignación a efectivo es neutra

Hemos ido reduciendo nuestra asignación a efectivo, de una sobreponderación en verano a una posición neutra ahora. Hemos trasladado parte del efectivo a bonos corporativos de mercados emergentes y a renta variable

de pequeñas empresas. Estos movimientos reflejan un cambio táctico destinado a impulsar el coeficiente beta de las carteras en un entorno más óptimo para los activos arriesgados.

INSTRUMENTOS DE DEUDA (40%)

Nuestra asignación a los activos de renta fija es sobreponderada

Nuestra asignación a renta fija ha evolucionado de una posición infraponderada a principios de 2019 a la actual posición sobreponderada. Esto no responde a una previsión más alcista para esta clase de activos por valoraciones elevadas, sino que es el resultado de nuestra inversión en tres fondos nuevos elegidos en 2019. Nuestra exposición a los instrumentos de deuda es bastante dinámica actualmente dado que incluye créditos de alto rendimiento en mercados desarrollados y emergentes, bonos convertibles y préstamos senior garantizados europeos. Las posiciones más defensivas incluyen la deuda pública y empresarial con grado de inversión así como fondos de bonos sin restricciones que han mantenido una baja exposición a los segmentos de renta fija más arriesgados. El riesgo de duración global de la asignación a renta fija es bajo.

Entorno favorable para los créditos y la deuda de los mercados emergentes

Pese a los mínimos históricos de los rendimientos y los spreads relativamente bajos, la deuda de alto rendimiento y de los mercados emergentes debería seguir aprovechando la demanda de los bonos con rendimientos positivos y las políticas acomodaticias de los bancos centrales más importantes. Los últimos acontecimientos económicos, políticos y comerciales favorecen los segmentos más arriesgados de la clase de activos de renta fija y hace poco añadimos un fondo dinámico de deuda corporativa en mercados emergentes a nuestra selección de fondos. A la luz de la decisión del BCE en septiembre de llevar sus tipos de interés de referencia a cifras aún más negativas, con un recorte del -0,1% para dejarlos en -0,5%, también invertimos en un fondo con baja duración y riesgo de crédito limitado. Esta táctica defensiva es una solución para los inversores que tienen que pagar tipos de interés negativos sobre el efectivo.

RENTA VARIABLE (48%)

La asignación a renta variable vuelve a ser sobreponderada

Hemos estado agrandando nuestra exposición a renta variable puesto que queremos aprovechar el impulso positivo que prevalece en los mercados de renta variable. Las valoraciones de renta variable no son baratas en términos absolutos pero salen mejor paradas que los bonos y los inversores tienen margen para mover algunas de sus asignaciones de los activos más defensivos a renta variable. Los inversores estarán esperando que

la distensión de los conflictos comerciales aumente la posibilidad de una recuperación económica y del crecimiento de los beneficios. Esto es especialmente cierto en el caso del sector tecnológico estadounidense que ha experimentado una expansión formidable de sus múltiplos de valoración mientras que los beneficios corporativos apenas variaron.

Nos gusta la renta variable japonesa y la de pequeñas empresas

En una época en que los inversores buscan los segmentos de mercado que han producido resultados decepcionantes, estamos contentos con nuestras inversiones más recientes en pequeñas empresas estadounidenses y europeas. Las pequeñas empresas estadounidenses se han quedado a la zaga de las grandes empresas estadounidenses estos últimos años. También creemos que la confirmación de un repunte de los PMI manufactureros debería favorecer las pequeñas empresas europeas. La estrategia «Value» es otra clase de activos

con potencial para dar beneficios a raíz del mayor descuento histórico de la valoración comparado con la estrategia «Growth», especialmente si el rendimiento de los bonos sigue subiendo. La renta variable japonesa es atractiva dadas sus valoraciones y porque las empresas japonesas se están esforzando más por crear valor para los accionistas. Por último, también consideramos que la renta variable de los mercados emergentes es atractiva. Sus valoraciones son atractivas y su rendimiento podría mejorar este año, después de quedar rezagado en 2019.

MATERIAS PRIMAS (0%)

Nuestra asignación a materias primas es infraponderada

No tenemos inversiones directas en el ámbito de las materias primas.

ORO (0%)

Nuestra asignación al oro es infraponderada

Llevamos tiempo sin exponernos al oro en la mayor parte de las carteras. El oro ha evolucionado de manera lógica y se ha revalorizado en gran medida gracias a unos tipos de interés reales más bajos. Seguimos vigilando de cerca

la evolución de su precio dado que el oro sigue siendo un elemento de diversificación de carteras, principalmente debido a su función como cobertura frente a riesgos políticos y de políticas económicas.

INVERSIONES ALTERNATIVAS (7%)

Reducción significativa de la asignación a fondos alternativos

El año pasado rescatamos varios fondos alternativos por diferentes razones, como la rentabilidad deficiente, el volumen de activos bajo gestión o una estructura inadecuada. Esto ha dejado nuestra asignación a fondos alternativos en una posición infraponderada, lo que no teníamos previsto. Esperábamos que los fondos alternativos desempeñaran un papel más importante en las carteras en un entorno de rendimientos negativos generalizados, pero resultaron ser perjudiciales para la rentabilidad. Sin embargo, la necesidad de diversificar la cartera sigue siendo esencial y nos esforzaremos por encontrar fondos alternativos más adecuados.

Los productos estructurados ofrecen ventajas de diversificación

Seguimos activos en nuestra asignación a productos estructurados atractivos. Nos centramos especialmente en productos que ofrecen ingresos con un nivel de riesgo limitado y en soluciones que puedan ofrecer algo de protección frente a las exposiciones a renta variable.

CONSTRUCCIÓN DE LA CARTERA DE FFG

La construcción de una cartera de inversión y la selección de sus componentes individuales son el resultado 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 tiene una importancia especial ya que afectará a la manera de llevar a cabo la estrategia de inversión; en primer lugar, mediante la determinación del nivel más apropiado de cobertura de las exposiciones al cambio de divisas (si las hubiere) y, en segundo lugar, mediante la selección de las inversiones subyacentes más apropiadas.

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 el Forum Finance Group es formar carteras en base a toda la información pertinente y mediante la selección de productos de inversión a partir de un universo de inversión aprobado y predeterminado.

Cada inversión individual desempeña un papel específico y la selección de un producto determinado está basada tanto en sus características inherentes como 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 consiguiente, el rendimiento de una inversión específica no se debe medir en relación con su grupo de referencia sin tener en cuenta el resto de la cartera. Normalmente, el presupuesto de riesgo de las carteras se distribuye entre activos direccionales tales como renta variable, materias primas y deuda de alto rendimiento. La parte de las carteras dedicada a la conservación de capital se invertirá en activos menos correlacionados con las tendencias del mercado, tales como fondos de fondos alternativos, bonos de alta calidad y determinados productos estructurados.

GESTORES DE FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)

El Forum Finance Group invierte en fondos de fondos alternativos y, en el caso de los clientes que hayan aprobado esta clase de activos en sus mandatos, en fondos alternativos individuales.

Los fondos de los fondos alternativos ofrecen diversificación y baja volatilidad, mientras que los fondos alternativos individuales se centran en estrategias especializadas prestando especial atención a la gestión de riesgos. Consideramos que los fondos alternativos individuales son auténticas alternativas a las clases de activos tradicionales y ofrecen acceso a gestores de fondos excepcionales al tiempo que mejoran el perfil riesgo-rentabilidad de las carteras.

Mientras que los fondos de fondos alternativos seguirán clasificándose como una clase de activo aparte, la mayoría de los fondos alternativos individuales se clasificarán en las clases de activos tradicionales. Por tanto, y a modo de ejemplo, la asignación a renta variable no solo incluirá las posiciones directas en renta variable y las inversiones en fondos de renta variable, sino que también podrá incluir estrategias tales como la de renta variable de posiciones largas/cortas (Long/Short) o la guiada por acontecimientos (Event-Driven).

PRODUCTOS ESTRUCTURADOS

En nuestra opinión, los productos estructurados proporcionan 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.

Los productos estructurados se clasifican dentro de las clases de activos más relevantes en cualquier momento definido. 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 es necesario reclasificar un producto estructurado en otra clase de activos.

TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DEL 2020

Para nuestras cuentas equilibradas, aplicamos la siguiente tabla:

	ASIGNACIÓN	ENERO DE 2020
DEPÓSITOS A CORTO PLAZO	0 - 20%	5%
INSTRUMENTOS DE DEUDA	15 - 55%	40%
Bonos con grado de inversión	5 - 45%	8%
Bonos de alto rendimiento y de mercados emergentes	0 - 20%	15%
Bonos especializados	0 - 15%	17%
RENTA VARIABLE	20 - 60%	48%
Mercados desarrollados	15 - 50%	41%
Mercados emergentes	5 - 30%	7%
MATERIAS PRIMAS	0 - 15%	0%
Oro físico	0 - 5%	0%
Otras materias primas	0 - 10%	0%
FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)	0 - 25%	7%
		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.

FFG

FORUM FINANCE

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