



FORUM FINANCE

1994



## PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2021

ENERO DE 2021



## ÍNDICE

---

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES	1
2020: REPASO DE NUESTROS TEMAS DE INVERSIÓN	2
2020: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS	3-6
2020: LOS MERCADOS FINANCIEROS	7-12
Renta variable	7-8
Materias primas	9
Instrumentos de deuda, divisas	10-11
Fondos alternativos (hedge funds)	11-12
2021: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	13-15
2021: PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	16-18
2021: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS	19-23
Instrumentos de deuda	19
Renta variable	19-20
Materias primas	20
Oro	20
Inversiones alternativas	20
Construcción de la cartera de FFG	21
Gestores de fondos alternativos/productos estructurados	22
Tabla de asignación de activos	23



## RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES

---

### **2020 ha sido uno de los años más dramáticos para los mercados financieros**

El último año ha sido toda una montaña rusa para los inversores cuando la corrección más rápida nunca vista en los mercados de renta variable precedió un repunte desenfadado. Los mercados de renta variable han demostrado ser muy resistentes y bien orientados al futuro, dado que rápidamente asumieron un fuerte repunte de los beneficios en 2021. Esto se ha visto reflejado en un fuerte ajuste de la clasificación de las valoraciones que deja poco margen para cualquier decepción relacionada con la publicación de los beneficios este nuevo año.

La Reserva Federal ha intervenido con determinación para abordar los graves trastornos observados en los mercados de bonos, un factor clave para recuperar la confianza. Además de comprar bonos del Estado estadounidenses y bonos empresariales con grado de inversión, la Reserva Federal también se comprometió a comprar bonos de alto rendimiento por primera vez en la historia. Una vez estabilizados los mercados, otra tendencia marcada fue la depreciación del dólar estadounidense frente a la mayoría de las divisas. El mercado espera que este comportamiento prosiga en 2021.

### **Los responsables políticos hicieron su tarea en 2020**

Los bancos centrales y gobiernos reaccionaron de manera rápida y determinante para apoyar la economía y contener los daños causados por la pandemia a las empresas y los hogares. Se anunciaron ayudas y medidas de apoyo sin precedentes para los mercados financieros. La Reserva Federal bajó su tipo de interés de referencia a cero y se comprometió a una expansión ilimitada de sus planes de compras de bonos. El BCE también aceleró su plan de compra de activos y hace poco anunció otro aumento de 500.000 millones de euros, hasta un total de 1,85 billones de euros, hasta marzo de 2022.

El volumen general de la acción fiscal a escala mundial también ha sido inaudito, con unos 12 billones de dólares estadounidenses, cerca del 12% del PIB mundial, según el Fondo Monetario Internacional. El objetivo principal de los gobiernos restringiendo la actividad económica era de evitar un desempleo masivo y ayudar a las empresas a sobrevivir los cierres inducidos por la pandemia.

### **La vacuna contra el Covid-19 es la clave para lograr una recuperación económica sólida en 2021**

Se prevé un fuerte repunte del crecimiento del PIB para 2021 (+5,2% según el FMI) tras un año en que se estima que el PIB mundial cayó en torno al 5%, la peor recesión en tiempos de paz. Se espera que las acciones fiscales inauditas y la vacunación impulsen fuertemente la actividad económica, aunque es probable que algunos sectores no consigan volver a los niveles de actividad previos al coronavirus. Los gobiernos también deberán establecer un marco que permita el éxito de un programa de inmunización recuperando la confianza del público, la cual se ha visto mellada por la gestión de la crisis.

### **Las condiciones actuales de los mercados favorecen los activos arriesgados pese a las altas valoraciones**

Creemos que las tendencias positivas que actualmente predominan en los mercados financieros seguirán en 2021. Pese a las altas valoraciones, prevemos que la renta variable agradecerá un fuerte repunte de los beneficios en los siguientes trimestres y las carteras ya están preparadas para esto. Los créditos de alto rendimiento y la deuda de los mercados emergentes son nuestros segmentos de bonos favoritos, mientras que mantenemos una posición infraponderada en el dólar. No nos convence el consenso generalizado de los mercados sobre varias clases de activos dado que la historia nos ha demostrado que el escenario base de los mercados se descarrila a menudo por imprevistos.

## 2020: REVISIÓN DE NUESTROS TEMAS DE INVERSIÓN

---

### **La gestión activa ha aportado mucho valor a las carteras**

A la vista del gran imprevisto de 2020, no tiene sentido dedicar mucho tiempo a repasar las previsiones de 2020. Como recordatorio, posicionamos las carteras dinámicamente a principios de 2020 dado que aumentamos la exposición a renta variable y la deuda corporativa de los mercados emergentes. Lo que más llama la atención al analizar la rentabilidad de nuestras inversiones durante el pasado año es el gran éxito que lograron los gestores activos en muchas estrategias. La renta variable japonesa, las pequeñas empresas estadounidenses y europeas y los títulos valor europeos fueron algunas de las áreas en las que nuestros gestores activos sobrepasaron a sus índices de referencia. Esto fue gracias a su capacidad de elegir los valores durante un año en el que la dispersión entre sectores y empresas individuales era especialmente extensa. Los gestores de activos también tuvieron éxito en el universo del crédito. Algunos ya habían recortado sus niveles de riesgo a principios de año ante la preocupación por las valoraciones. También aprovecharon la volatilidad barata para añadir coberturas, lo que resultó ser especialmente acertado durante la corrección de los mercados.

Los fondos alternativos (hedge funds) también contribuyeron positivamente a la rentabilidad de las carteras y ayudaron a amortiguar parte de las pérdidas que sufrieron las carteras en marzo. Nuestra exposición infraponderada al dólar estadounidense para las carteras no denominadas en USD resultó ser favorable dado que contuvo los daños de la depreciación del dólar en 2020.

### **Aguantar nuestra posición pese a la corrección de los mercados nos permitió recuperar más que las pérdidas**

A principios de marzo protegimos parcialmente la cartera de renta variable comprando opciones de venta (puts) del índice S&P 500. Esta decisión redujo considerablemente la volatilidad de las carteras y nos permitió mantener sus estructuras y exposiciones. A la luz de la subsiguiente recuperación de los mercados, esta gestión táctica del riesgo demostró ser la clave para poder recuperar más que las pérdidas ajustadas al mercado observadas en marzo. La posición directa en puts fue sustituida más tarde por un “put spread” que siguió aportando cierta protección contra pérdidas, pero a un coste menor, gracias a la venta de puts a un precio de ejercicio (strike) más bajo. Se deben considerar estas operaciones de cobertura como negociaciones tácticas y, en condiciones de mercado normales, no prevemos invertir en este tipo de instrumentos.

### **Las carteras beneficiaron de una asignación de renta variable diversificada**

Otro factor que nos sirvió bien en 2020 fue nuestra amplia diversificación en diferentes regiones, estilos y tamaños de capitalización del mercado. Mientras los títulos crecimiento produjeron mejores resultados durante gran parte del año pasado, los títulos “value” aportaron un resultado espectacular en noviembre. La previsión de una vuelta a la normalidad con la vacuna desencadenó eficazmente un repunte de los rezagados en los mercados. La exposición a la renta variable japonesa también fue de gran ayuda durante los meses de septiembre y octubre cuando otros mercados desarrollados cayeron. Por último, los títulos de empresas pequeñas y medianas contribuyeron considerablemente durante el año, en Europa y en los Estados Unidos. Con la llegada de 2021, nuestra asignación a renta variable sigue estando bien diversificada.

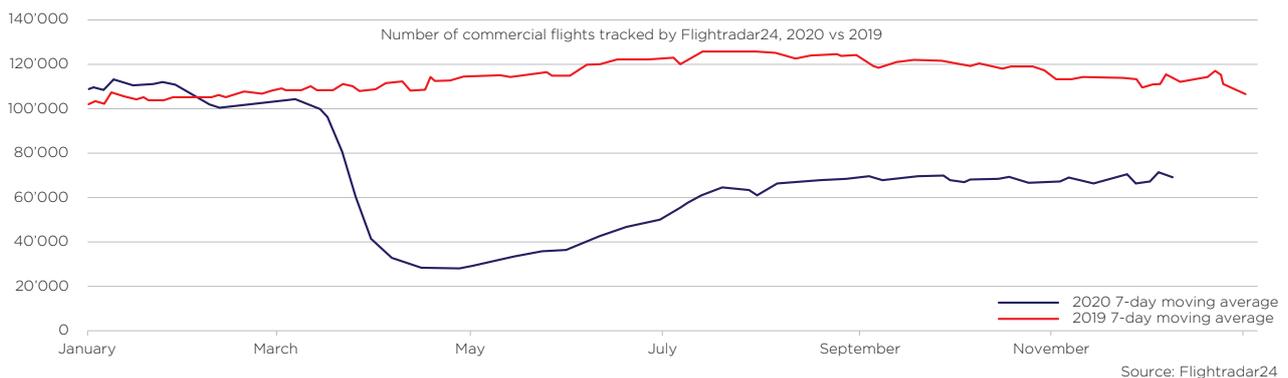
## 2020: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS

### Un choque sin precedentes para la economía mundial

Se puede decir que lo sucedido en 2020 fue un acontecimiento impredecible e inaudito para la mayoría de la población mundial. Ha habido otras pandemias mucho más letales y llevamos conviviendo con enfermedades infecciosas desde siempre, pero los daños económicos provocados por la pandemia del Covid-19 están a un nivel totalmente diferente a lo que hemos visto en otros brotes recientes. Confinamientos, toques de queda, cuarentenas y el cierre de fronteras y de sectores económicos enteros han

hecho estragos en la economía mundial. El aspecto positivo es que esta contracción económica fue desencadenada por un factor exógeno en un momento en que no parecía haber grandes desequilibrios estructurales en la economía mundial. Esto debería implicar que la subsiguiente recuperación económica será mucho más rápida que en recesiones anteriores, especialmente ahora que se ha anunciado la aprobación de varias vacunas.

### La actividad económica se paralizó



Hay una amplia variedad de gráficas para ilustrar el grave impacto económico de las diversas restricciones gubernamentales adoptadas por todo el mundo para contener la pandemia. El transporte aéreo nacional e internacional ha sido uno de los sectores más afectados al cerrarse las fronteras e imponer normas de cuarentena a los viajeros. La gráfica muestra que el número de los vuelos comerciales cayó más del 75% en abril

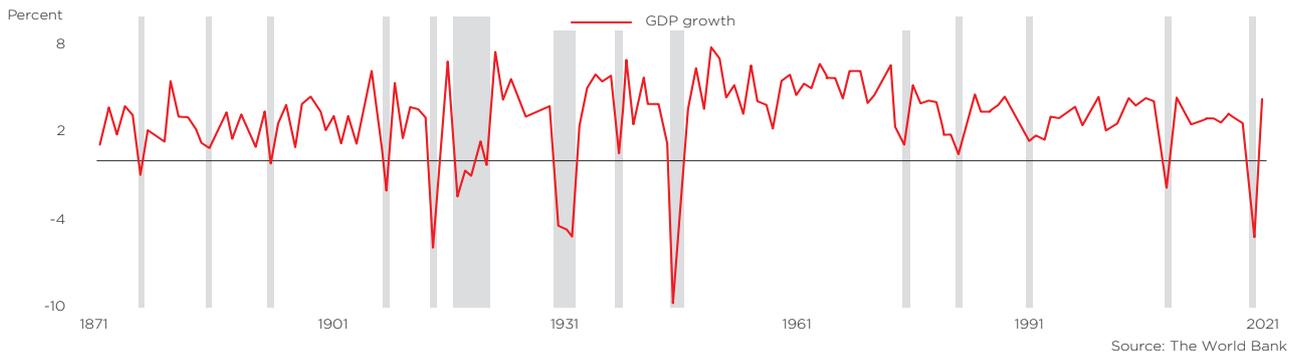
comparado con 2019. La subsiguiente recuperación solo supuso una recuperación de los vuelos comerciales apenas superior al 60% con respecto a las cifras del año anterior. La temida segunda ola ha obligado a muchos gobiernos, especialmente en Europa, a volver a imponer confinamientos, aunque menos estrictos, con el consiguiente efecto de otra contracción de parte de la economía en el último trimestre de 2020.

### Grave contracción económica por la pandemia del Covid-19

Hace un año, los economistas preveían un repunte modesto del crecimiento del PIB mundial para 2020. Obviamente resultó ser diferente dado que se estima

que el PIB mundial cayó en torno al 5%, la peor recesión observada desde la segunda guerra mundial.

### Crecimiento del PIB mundial 1871-2021



La gráfica muestra que la contracción económica vivida en 2020 es una de las peores recesiones de los últimos 150 años. Solo se han producido contracciones de esta

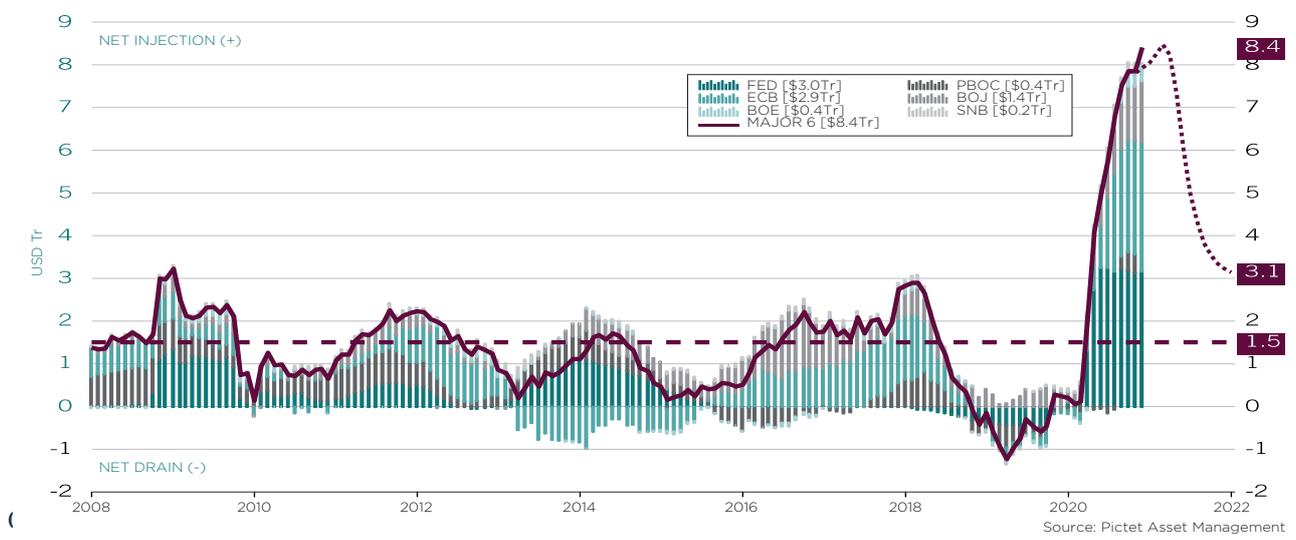
envergadura durante las dos guerras mundiales y durante la gran depresión de los años 30. El FMI prevé actualmente un crecimiento del PIB del 5,2% para 2021.

### Esfuerzo masivo coordinado de los responsables de las políticas monetarias y fiscales

A diferencia de lo sucedido durante la gran crisis financiera, los bancos centrales y los gobiernos reaccionaron enseguida de manera determinante para apoyar la economía y limitar el impacto de la pandemia en las empresas y los hogares. Se anunciaron ayudas y medidas de apoyo sin precedentes para los mercados financieros. La Reserva Federal bajó su tipo de interés de referencia a cero con dos acciones de emergencia y se comprometió a una expansión ilimitada de sus planes de compras de bonos. Tras un comienzo indeciso en su respuesta a la crisis, el BCE también aceleró su plan de compra de activos a 1.100.000 millones de euros. En la reunión de diciembre, anunció que aumentaría su Plan de Compras de Emergencia contra la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en 500 mil millones de euros para llegar a un total de 1.850 mil millones de euros hasta marzo de 2022 y mejoraría las condiciones de financiación para las entidades de crédito.

El volumen general de la acción fiscal a escala mundial también ha sido inaudito, con unos 12 billones de dólares estadounidenses, cerca del 12% del PIB mundial, y todavía se están implantando o debatiendo otros planes. Con las restricciones gubernamentales sobre la actividad económica, su principal objetivo era arrojar un salvavidas a los hogares y empresas para evitar el desempleo masivo y ayudar a las empresas a sobrevivir. En promedio, la respuesta fiscal a la crisis del coronavirus ha sido en torno al 10% del PIB en las economías avanzadas, en comparación a un nivel de 3% en los mercados emergentes y economías de ingresos medios y 1,6% para los países en desarrollo de bajos ingresos.

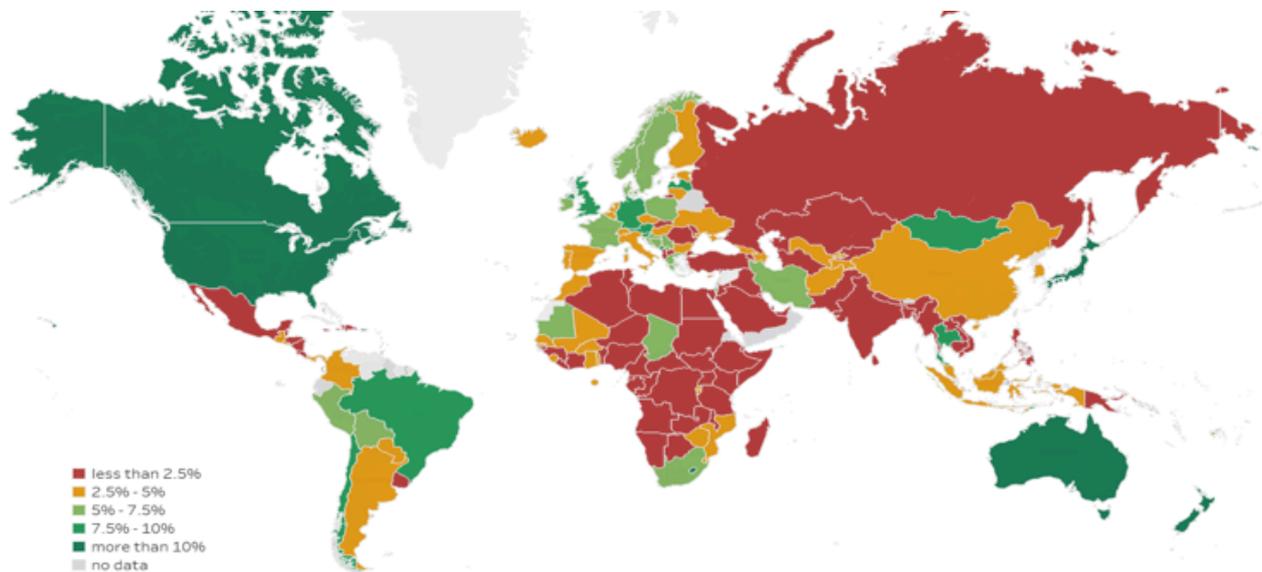
**El balance de los seis grandes bancos centrales (flujo a 12 meses, mil mill. USD estimación para 2021)**



Esta gráfica muestra el nivel de intervención en un período consecutivo de 12 meses por parte de los seis grandes bancos centrales desde 2008. En 2020, el volumen total de estos seis balances creció de manera pasmosa en 8,4 billones de dólares estadounidenses, una cantidad

exorbitante comparada con años anteriores. Como cabía esperar, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo han sido los mayores compradores de activos financieros, no sólo en deuda pública, sino también en bonos empresariales.

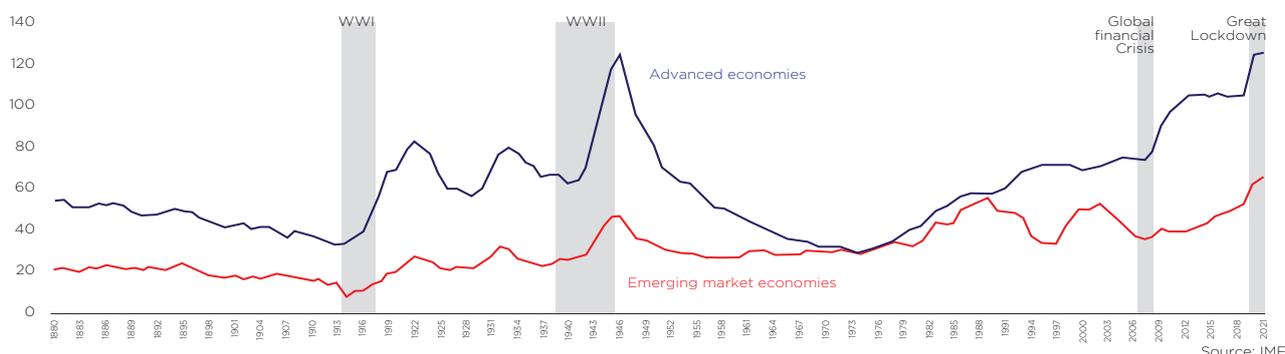
**Gasto adicional y renuncia a ingresos en respuesta a la pandemia del coronavirus (% del PIB)**



Las ayudas fiscales presupuestarias a los hogares y empresas han variado ampliamente de un país a otro. La gráfica del FMI muestra que las economías avanzadas y los grandes mercados emergentes representan la mayor parte de la respuesta fiscal mundial por tres motivos. En primer

lugar, la crisis sanitaria les afectó antes y con más fuerza. En segundo lugar, sus bancos centrales pudieron aportar más ayudas monetarias y, en tercer lugar, sus tesorerías pudieron financiar déficits superiores a tipos de interés más bajos.

### Deuda pública general (% del PIB)



El problema del rápido aumento de la deuda pública no va a desaparecer en un futuro cercano, sobre todo tras la respuesta fiscal de este año a la crisis del coronavirus. La amplia variedad de medidas fiscales y la contracción

económica subirán la media de deuda pública general de las economías avanzadas al 126% del PIB en 2020, un aumento considerable comparado con el 105% de 2019.

### La victoria de Joe Biden augura el reseteo del liderazgo estadounidense

En el ámbito político, el principal acontecimiento de 2020 fue las esperadas elecciones estadounidenses celebradas en noviembre. Pese a las múltiples denuncias interpuestas por la administración Trump para intentar anular los resultados de las elecciones presidenciales estadounidenses, no cabe duda de que la victoria es de Joe Biden. Aunque puede que deba afrontar obstáculos a la hora de introducir reformas importantes si los

Republicanos mantienen su mayoría en el Senado, se espera que Joe Biden recupere el papel más tradicional de Estados Unidos en el mundo. Biden va a querer reparar las relaciones tensas y volver a unirse a las alianzas mundiales. Este cambio en la política exterior debería fomentar relaciones comerciales menos volátiles, suavizar las tensiones geopolíticas y resaltar la importancia de la lucha contra el cambio climático.

## CONCLUSIONES

La principal conclusión que podemos sacar de los acontecimientos económicos y políticos del año pasado es que la economía mundial ha sufrido un suceso de cisne negro que ha provocado daños considerables. Por suerte, los responsables de elaborar las políticas reaccionaron de manera decisiva y, por ahora, han evitado consecuencias aún más graves para los hogares y las empresas. Es aún difícil valorar el impacto a largo plazo de la crisis del coronavirus, sobre todo para ciertos sectores de la

economía. Re-equilibrar las cuentas fiscales y reducir los niveles de deuda pública supondrán retos para el futuro, más aun considerando que una retirada de las ayudas fiscales demasiado rápida podría desbaratar la recuperación tan ansiada. Las políticas de los bancos centrales seguirán siendo la clave. Seguirán enfocadas a limitar los tipos de interés a largo plazo y, por tanto, a asegurar que el coste de mantenimiento de estos niveles de deuda tan altos no se descontrola en muchos países.

## 2020: LOS MERCADOS FINANCIEROS

El último año ha sido realmente dramático para los mercados financieros. Tras un inicio de año positivo, los mercados financieros se derrumbaron a finales de febrero. Una ola masiva de liquidaciones arrasó todas las clases de activos y ni siquiera los activos más seguros, como los bonos del Estado estadounidenses y el oro, pudieron sobrevivir. Las acciones rápidas y decisivas de la Reserva Federal fueron críticas para recuperar la estabilidad en los

mercados de bonos del Estado estadounidenses en marzo. Otros segmentos del mercado de bonos tardaron más en asentarse y los mercados primarios en reabrir, mientras que la mayoría de los mercados de renta variable tocaron fondo el 23 de marzo. La subsiguiente recuperación de los mercados financieros fue tan espectacular como la corrección del primer trimestre y muchos índices han cerrado 2020 con resultados positivos.

### Rendimiento en 2020

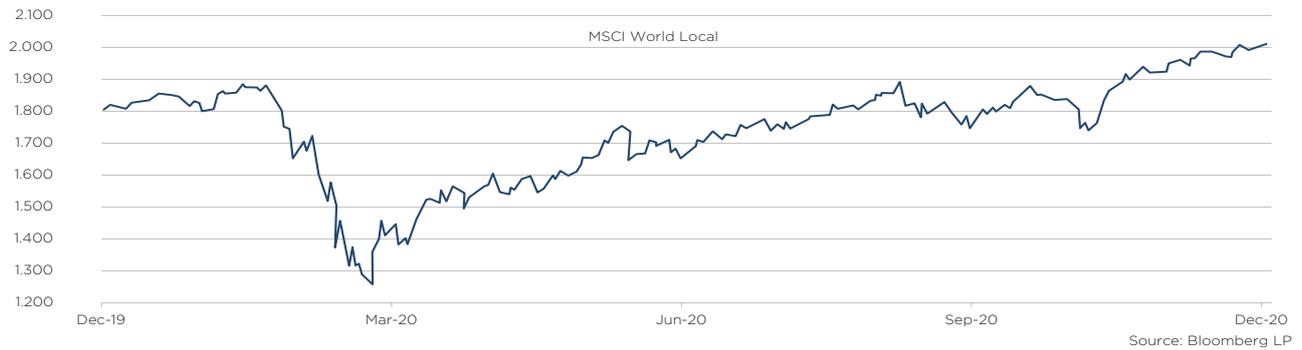
	Cierre 2019	Cierre 2020	Rentabilidad 2020
<b>RENTA VARIABLE</b>			
S&P 500	3.230,8	3.756,1	+ 16,3%
Euro Stoxx 50	3.745,2	3.552,6	- 5,1%
MSCI EM	1.114,7	1.291,3	+ 15,8%
<b>RENTA FIJA</b>			
UST 10-años	1,92%	0,92%	-100 p.b.
Bund 10-años	- 0,19%	- 0,57%	- 38 p.b.
BBB EU	0,97%	0,44%	-53 p.b.
<b>DIVISAS</b>			
EUR/USD	1,121	1,222	+ 9,0%
USD/CHF	0,967	0,885	- 8,5%
GBP/USD	1,326	1,367	+ 3,1%
USD/JPY	108,6	103,3	- 4,9%
EUR/CHF	1,086	1,081	- 0,5%
<b>MATERIAS PRIMAS</b>			
CRB Index	185,8	167,8	- 9,7%
Petróleo, WTI	61,1 \$	48,5 \$	- 20,6%
Oro	1.517 \$	1.898 \$	+ 25,1%

### RENTA VARIABLE

En 2020, todas las restricciones impuestas por los gobiernos en el mundo perjudicaron gravemente a la rentabilidad de muchas empresas. El efecto combinado de unos beneficios inferiores y un fuerte repunte de los precios de la renta variable desde marzo ha propulsado unas valoraciones de los índices mucho más altas. El ratio precio/beneficios a plazo de la renta variable mundial ha aumentado sorprendentemente al estar en torno a 18x a finales de 2019 y cerca de 20x un año más tarde. De hecho, la renta variable estadounidense se valora ahora en

casi 23 veces los beneficios estimados para los próximos doce meses. El repunte de la renta variable también ha recibido el impulso de un menor rendimiento de los bonos, un exceso de liquidez y las expectativas de una fuerte recuperación de los beneficios este nuevo año. El entorno durante la mayor parte de 2020 resultó ser mucho más favorable para los títulos crecimiento, aunque el anuncio de la aprobación de vacunas impulsó fuertemente los títulos "value" en noviembre.

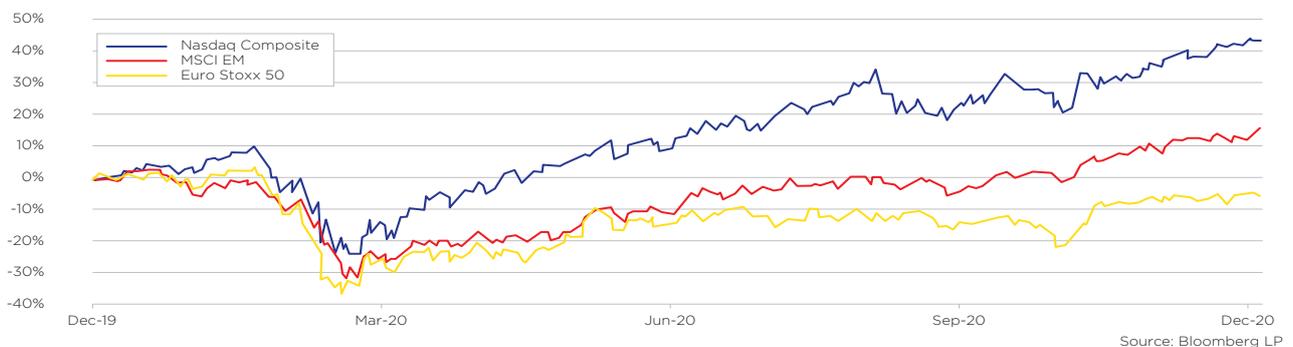
**MSCI World Local**



Los mercados de renta variable empezaron con fuerza 2020 gracias a una previsión de crecimiento del PIB decente y la esperanza de un mejor entorno para el comercio mundial. Poco después vimos cómo se hacía añicos esta tendencia al propagarse el coronavirus y darse cuenta los inversores de que no se iba a quedar confinado en Asia. El desplome de los mercados de renta variable fue brutal. El índice MSCI World Local cayó en picado un 33% en poco más de un mes. La reducción del alto nivel de apalancamiento amplificó esta corrección de los mercados. Los mercados de renta variable repuntaron a un ritmo nunca antes visto en las recuperaciones de renta variable

tras un mercado bajista. Este repunte vino impulsado por la rápida e inaudita reacción de los bancos centrales y gobiernos que anunciaron medidas mucho más grandes que las empleadas en la gran recesión. Los mercados de renta variable estadounidenses registraron mejores resultados por la aportación descomunal de un pequeño grupo de empresas de mayor capitalización (mega-caps) en los sectores de Tecnología y Comunicaciones. El mercado de valores chinos también tuvo éxito cuando las medidas drásticas que impusieron resultaron ser efectivas para controlar la pandemia y permitir reabrir la economía.

**Nasdaq Composite - MSCI Emerging Markets - Euro Stoxx 50**

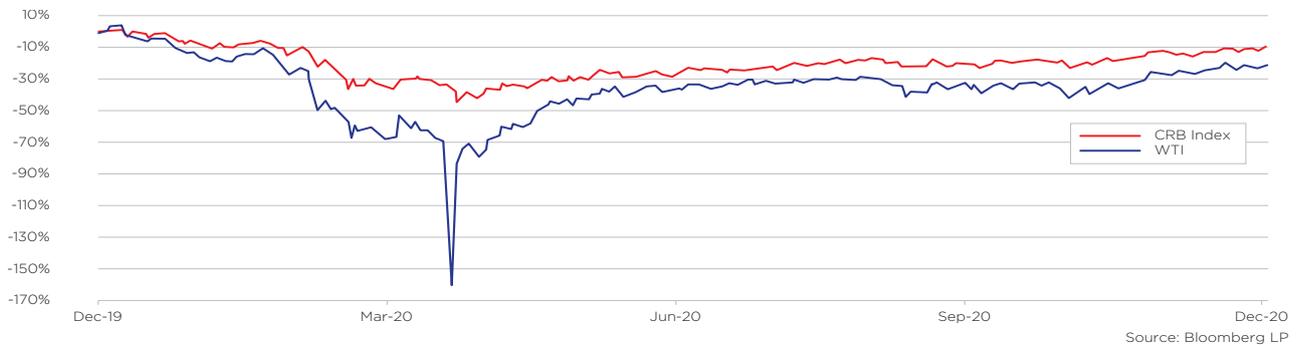


Tal y como se observa en la gráfica, el índice Nasdaq Composite protagonizó 2020 con fuertes aportaciones de los valores llamadas «stay at home». Las tendencias pre-coronavirus, como el comercio online y la digitalización de la economía, han cobrado mucha fuerza desde la propagación del virus. Sin embargo, los índices europeos

se han quedado a la zaga, en parte por la menor exposición a estos temas y por una mayor exposición a los sectores cíclicos gravemente afectados. Los mercados emergentes se han mantenido a flote, principalmente debido a la resistencia de ciertos mercados asiáticos como los de China, Corea del Sur y Taiwán.

MATERIAS PRIMAS

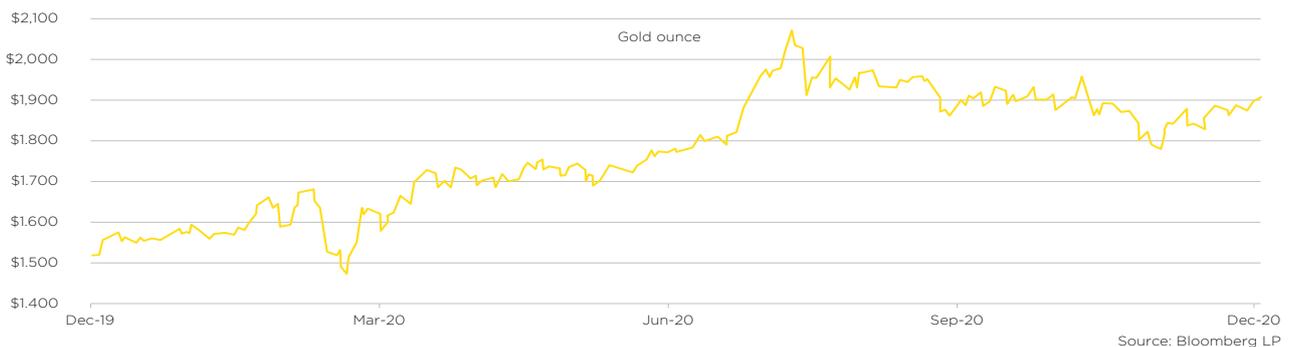
CRB Index y WTI petróleo



El Refinitiv/Core Commodity Index cerró 2020 con un rendimiento negativo, principalmente a consecuencia del impacto de precios más bajos en el sector energético (39% del índice). El comportamiento del índice fue a la par que el de los índices de renta variable cuando se desplomaron los precios de las materias primas en marzo y empezaron a repuntar a partir de finales de ese mismo mes. Los metales preciosos prosperaron, así como los metales industriales y la madera, ante la expectativa de una recuperación cíclica. La debilidad del dólar también ha favorecido el reciente impulso de esta clase de activos.

Este último año ha sido especialmente doloroso para los países productores de petróleo. Ante la paralización de grandes partes de la economía los productos del crudo cayeron en picado. Los precios del WTI se negociaban un 80% más bajo en abril que en enero. En mayo de 2020, los contratos a futuro llegaron incluso a negociarse en cifras negativas (tan bajas como -38\$) y los operadores no podían aceptar entregas físicas por falta de capacidad de almacenamiento. Desde entonces los precios han repuntado y hace poco aprovecharon el anuncio de las vacunas, pero siguen siendo muy inferiores a los precios de primeros de 2020.

Oro



Tras una subida del 19% en 2019, el oro ha tenido otro buen año aunque no ha sido todo facilidades para este metal precioso. Durante la venta masiva del mercado en marzo, el precio de una onza de oro cayó más de 200 dólares estadounidenses para situarse en 1.470 dólares. El subsiguiente repunte fue muy potente y el oro alcanzó una cota máxima de 2.064 dólares estadounidenses a

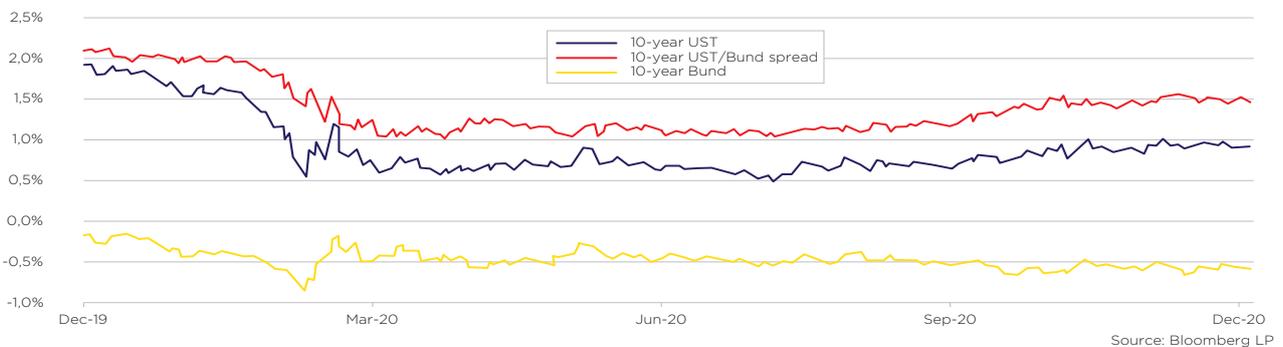
principios de agosto, cuando los inversores reaccionaron ante la ampliación de los balances de los bancos centrales, unos rendimientos más bajos y un dólar más débil. Desde entonces, la toma de beneficios y una menor demanda de activos seguros le han quitado brillo al metal precioso que cerró el año en 1.898 dólares estadounidenses por onza.

## INSTRUMENTOS DE DEUDA

El rendimiento de los bonos y obligaciones del Estado fue inferior desde principios de 2020 cuando los mercados de deuda soberana parecían ser mucho más precavidos que los de renta variable. Esta caída se pronunció espectacularmente entre mediados de febrero y el 9 de marzo. El rendimiento de los Bonos del Estado estadounidenses a 10 años y de los Bunds cayó del 1,65% y -0,36% a mínimos históricos del 0,32% y -0,87% respectivamente, cuando los inversores huyeron a los activos defensivos. En el subsiguiente período caracterizado por el caos en los mercados,

incluso los mercados de deuda pública se mostraron totalmente disfuncionales y el rendimiento de los bonos repuntó. La intervención masiva de la Reserva Federal contribuyó a restaurar cierta calma y se estabilizó el rendimiento en torno al 0,60% para los Bonos del Estado estadounidenses a 10 años y al -0,50% para los Bunds con el mismo vencimiento. Para los mercados de créditos y los emergentes, la tensión se prolongó más pero la reapertura del mercado primario dio paso rápidamente a una cantidad record de nuevas emisiones al apuntalar las empresas sus balances.

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



La gráfica muestra el comportamiento estrechamente correlacionado de los Bonos del Estado estadounidenses y los Bunds hasta finales de año. Cuando la Reserva Federal recortó los tipos de interés a cero del 1,5% en dos reuniones de emergencia, el spread a 10 años entre los Bonos del Estado estadounidenses y los Bunds se

estrechó considerablemente hasta abril. Tras un período estable de cinco meses, se observó una divergencia con la subida progresiva del rendimiento de los Bonos del Estado estadounidenses y la limitación del rendimiento de los Bunds.

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



Los spreads de la deuda de los mercados emergentes y los créditos de alto rendimiento se ampliaron significativamente en marzo, pero desde entonces han ido cayendo progresivamente. Los spreads siguen siendo algo superiores a los de antes de la crisis del coronavirus

pero se espera que ambas clases de activos sigan beneficiándose de las acciones de los bancos centrales y de la búsqueda de ingresos. El rendimiento de los créditos de alto rendimiento estadounidenses está ahora en mínimos históricos en términos absolutos.

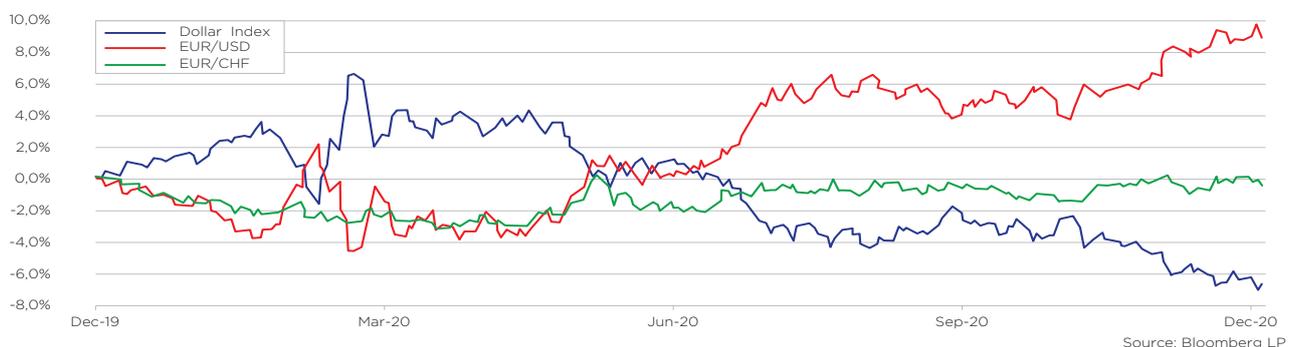
## Rendimiento del mercado de instrumentos de deuda en 2020 (USD)

World Government Bond Index	+ 5,7%
US Credit AAA	+ 9,0%
US Credit BBB/BB	+ 11,4%
Global Emerging Market Sovereign	+ 5,4%
US High Yield	+ 6,3%

## DIVISAS

En cuanto a otras clases de activos, 2020 fue un año marcado por la volatilidad para los mercados de divisas. La principal tendencia observada fue la depreciación del dólar estadounidense tras finalizar lo peor de la tensión en los mercados. La Reserva Federal estableció líneas swap en dólares para liquidez con muchos bancos centrales extranjeros con el fin de satisfacer la enorme demanda del dólar estadounidense experimentada en marzo. A partir de entonces, la tendencia continuada del dólar fue a la baja. Las de mayor éxito, dentro de los principales cruces, fueron las divisas sueca, suiza y danesa, así como el euro. La libra esterlina fue muy volátil al caer de 1,33 dólares por

libra a 1,15 para luego cerrar el año con una subida del 3,1% a una paridad del 1,37. Las divisas de los países productores de petróleo sufrieron el duro golpe del desplome del precio del crudo a principios de año, mientras que la lira turca y el peso argentino confirmaron su posición como divisas permanentemente débiles. Dentro de los mercados emergentes, la solidez de las divisas asiáticas contrastó con la debilidad de las latinoamericanas. El renminbi chino, el dólar taiwanés y el won de Corea del Sur se beneficiaron del éxito logrado por sus países en contener el coronavirus y de un gran volumen de pedidos de exportación.



La gráfica también muestra que el índice del dólar osciló dentro de una amplia banda en 2020 y se depreció un 6,7%. Desde que la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y los líderes de la Unión Europea acordaron un plan de recuperación de 750 mil millones de euros en mayo para sacar a la región de la crisis, se ha revalorizado

el euro un 13% frente al dólar estadounidense. Tal y como cabía esperar, el franco suizo se revalorizó frente al euro durante las turbulencias del primer trimestre en los mercados. A partir de ahí, la paridad EUR/CHF ha recuperado la mayor parte de sus pérdidas y cerró el año con una pérdida mínima.

## FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)

Al igual que los mercados de renta variable, los fondos alternativos (hedge funds) vivieron un primer trimestre duro en 2020 aunque en general sufrieron pérdidas mucho menores en marzo. La rentabilidad de los fondos alternativos, a nivel del índice global, llegaron a cifras positivas durante el tercer trimestre bajo estrategias con posiciones "largas", macro discretionales y activistas. Las oportunidades en los mercados han sido abundantes

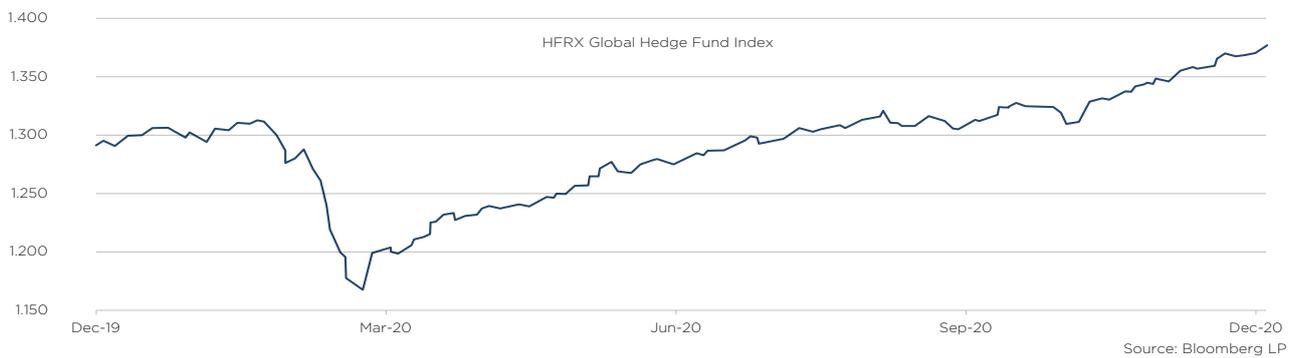
para los fondos alternativos. La política conciliadora de los bancos centrales supuso una red de seguridad para los mercados de créditos y suscitó las expectativas de inflación, lo que generó ganancias para el oro y las materias primas. La actividad de fusiones y arbitrajes también recibió el respaldo de una amplia liquidez, mientras que la volatilidad se mantuvo por encima de la media a largo plazo. Según los datos de Prequin, un mayor

número de inversores optarán por estrategias macro y de renta fija (incluidos los créditos long/short) comparado con hace un año, sin apenas mostrar interés en fondos de fondos alternativos.

Según Hedge Funds Research, los inversores asignaron más capital a la industria de fondos alternativos en el tercer trimestre de 2020, la primera entrada de capital neto

trimestral desde el primer trimestre de 2018. Las entradas de capital neto fueron de 13 mil millones de dólares estadounidenses principalmente en las estrategias macro y de valor relativo llevando el total a 3,31 billones de dólares estadounidenses. Los fondos más grandes de la industria encabezaron las entradas con 11 mil millones de dólares estadounidenses en entradas de activos netos.

**HFRX Global Hedge Fund Index**



**Rendimientos de las estrategias de los fondos alternativos (hedge funds) en 2020 (\*finales de noviembre)**

HFRX Global Hedge Fund Index	+ 6,6%
HFRX RV FI Convertible Arbitrage Index	+ 15,6%
HFRX Multi-Emerging Markets Index	+ 6,9%*
HFRX RV FI Corporate Index	+ 2,9%*
HFRX Equity Hedge Index	+ 4,2%
HFRX Macro Multi-Strategy Index	+ 4,3%*
HFRX Event Driven Index	+ 8,7%
HFRX Equity Hedge Short Bias Index	- 33,8%*
HFRX Macro Systematic Diversified CTA Index	+ 1,7%

## 2021: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

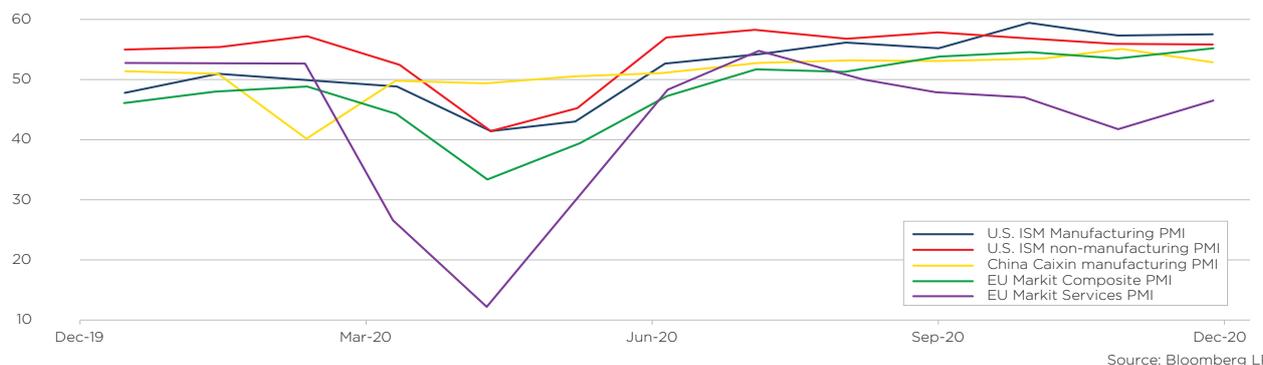
### Se espera una fuerte recuperación para 2021

Se espera un fuerte repunte en la economía mundial para 2021 tras el parón causado por la pandemia en 2020. El impacto de las ayudas de políticas monetarias y fiscales y el desarrollo de vacunas serán los principales impulsores de esta recuperación económica. Será necesario mantener las políticas fiscales de expansión monetaria durante los próximos años con la ayuda continuada de los bancos centrales. En Europa, el fondo de Recuperación apoyará efectivamente a los países e industrias en dificultades y en Estados Unidos, el Congreso acaba de aprobar un segundo paquete de rescate por la pandemia de 900 mil millones de dólares. Los déficits presupuestarios seguirán siendo altos en un futuro próximo y el ratio deuda/PIB seguirá estando muy por encima del 100% en todos los países desarrollados. Sin embargo, la carga de la deuda será soportable dado que los bancos centrales mantendrán en principio los tipos de interés bajo control. Es decir, el coste de mantenimiento de la deuda no supondrá un problema siempre y cuando se mantenga la confianza del inversor. La política

monetaria también financiará parte de la deuda mediante la compra de bonos y obligaciones del Estado. Con la ayuda de un panorama político más estable, tanto en Europa como en Estados Unidos, la previsión económica del nuevo año parece ser alentadora. Por fin se ha resuelto la cuestión del Brexit y el acuerdo firmado en el último momento entre la Unión Europea y el Reino Unido debería reforzar la economía europea en 2021.

El Banco Mundial y el FMI estiman que el PIB mundial subirá más del 5% en 2021. Desde el punto de vista regional, se cree que el PIB crecerá un 3,9% en Estados Unidos, un 8,2% en China y un 4,6% en la zona euro. Lógicamente, estas previsiones dependerán del éxito de los programas de vacunación que empezaron en los últimos días de 2020. La capacidad de hacer que algunas de las vacunas estén disponibles para todos planteará un reto logístico, mientras que varios estudios han revelado que una baja confianza en la vacuna también puede dificultar lograr la inmunidad colectiva rápidamente.

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



Esta gráfica muestra la caída histórica de los índices de gestores de compras (PMI) durante el segundo trimestre. También muestra la sólida recuperación de la actividad manufacturera china así como la resistencia del índice no manufacturero estadounidense. La zona euro fue la región

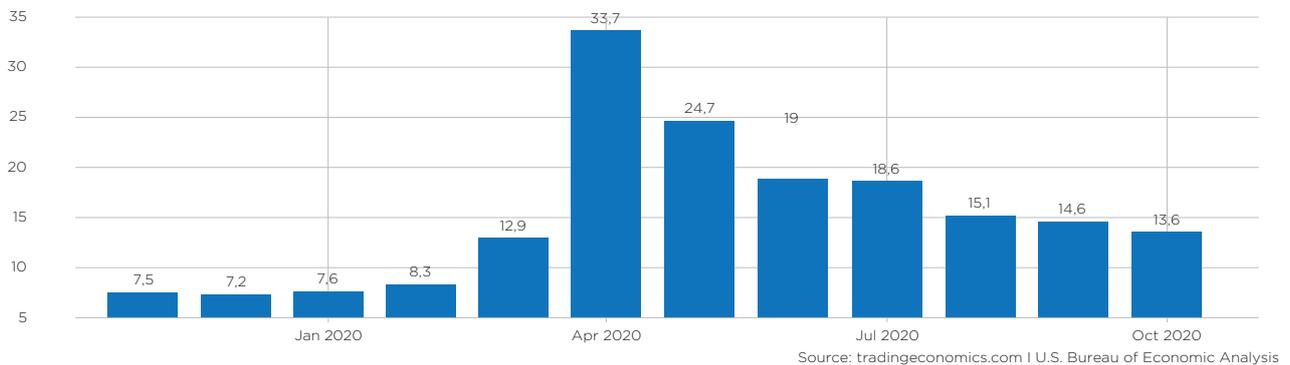
más perjudicada como refleja el desplome del índice PMI Servicios a mínimos nunca antes vistos. Las nuevas restricciones han hundido el índice por debajo de 50 otra vez en el cuarto trimestre, lo que revela que la actividad de servicios vuelve a estar contraída.

### Gran demanda reprimida por el exceso de ahorro en los hogares

La economía no puede recuperarse adecuadamente hasta que se levanten las restricciones por el coronavirus y una gran parte de la población se haya vacunado. Una vez haya pasado esto, es razonable esperar que la gente vuelva a su estilo de vida anterior. Esto debería también desencadenar

un repunte inaudito de gasto del consumidor y los sectores de servicios serán los más beneficiados. Obviamente, la gente no podrá ponerse al día de todo el gasto en servicios que no se realizó el año pasado, pero sí querrán recuperar el tiempo perdido a partir de la primavera.

### Tasa de ahorro de los hogares en Estados Unidos



La gráfica muestra el impacto del cierre de muchos sectores de servicios y los pagos únicos de estímulos en las tasas de ahorro de los hogares en Estados Unidos la primavera pasada. Según Pantheon Macroeconomics, los hogares estadounidenses han metido 1,7 billones de dólares en depósitos de ahorro desde el pasado febrero y para la próxima primavera esta acumulación de depósitos

debería llegar a los 2 billones. Los ahorros de los hogares han aumentado enormemente en Europa a consecuencia de las ayudas económicas para los ERTE y por el hecho de que los hogares no podían consumir muchos servicios. Estos ahorros acumulados podrían impulsar el PIB de la zona euro hasta un 3% en 2021 según Pantheon Macroeconomics.

### Asia se proclama ganador relativo de la crisis

La región Asia Pacífico fue la primera afectada por la pandemia del Covid-19 y por tanto es lógico que muchas de sus economías salieran antes de la crisis. Asia ha tenido éxito comparado con otras regiones, probablemente gracias a su experiencia con otras pandemias anteriores. La rápida respuesta sanitaria pública cuando las cifras de contagio eran todavía bajas fue clave para contener la curva del virus y en general las autoridades también gestionaron sus políticas post-confinamiento mejor. Las ayudas fiscales también fueron críticas para reducir el coste económico y respaldar la recuperación. El fuerte repunte de China contribuyó a impulsar otras economías

asiáticas y Asia parece ahora disfrutar de una situación más sólida, desde el punto de vista económico y del virus. Es probable que la elección de Joe Biden reduzca los riesgos relativos a las políticas comerciales y de aduanas de Estados Unidos, lo que es importante para Asia y para la actividad mundial en general. Las nuevas medidas de estimulación procedentes de Washington serían buenas para las economías orientadas a la exportación como China, Japón, Corea y Taiwán. El FMI espera que la actividad económica asiática crezca un 6,9% en 2021 tras una contracción estimada del -2,2% el año pasado.

### El coronavirus ha sido un hito para la política fiscal en la zona euro

Para la zona euro, 2020 será recordado como el año en que la política fiscal de la Unión Europea dio un giro hacia una mutualización de la deuda de la zona euro, aunque puede que solo sea por un tiempo. Los líderes políticos europeos pronto acordaron que los costes para soportar la economía durante la pandemia no representarían una violación de las normas presupuestarias. Esta decisión precedió la aprobación del Fondo de Recuperación, una mezcla de subsidios y préstamos que dará a la Comisión Europea una capacidad inaudita de tomar prestado cientos de miles de millones en los mercados

y repartirlos como ayudas presupuestarias a los Estados miembros. También asegurará que sus economías asumen transiciones climáticas y digitales. Refiriéndose a la historia de la Unión Europea, algunos analistas financieros han llamado este paso «un momento Hamiltoniano» en alusión a Alexander Hamilton, el visionario que lideró la federalización de la deuda de los estados en Estados Unidos. En cualquier caso, estas acciones han retirado ciertos riesgos políticos y económicos en la zona euro y han provocado un estrechamiento considerable de los spreads periféricos.

## Conclusiones

En general se espera ver en 2021 un fuerte repunte desde un punto de partida bajo. Serán el aumento significativo del gasto del consumidor, por la demanda reprimida, y el apoyo continuado de las políticas fiscales los que tiren de esta recuperación. Siguen habiendo muchas preguntas sin responder sobre la pandemia y no debemos apresurarnos a descartar los riesgos de imprevistos que podrían descarrilar el momento de recuperación.

La contribución de Asia al crecimiento del PIB mundial sigue aumentando y la solidez económica de China seguirá impulsando las economías vecinas. Una mejor respuesta sanitaria pública ha permitido a los países asiáticos recuperar más rápidamente el nivel de actividad anterior a la crisis y limitar el impacto del coronavirus en sus economías. También se espera que la región se beneficie de unas relaciones internacionales menos fraccionadas tras la elección de Joe Biden como presidente de Estados Unidos.

La desaparición de varios riesgos políticos, como las elecciones estadounidenses y el Brexit, así como un mayor grado de unión en la zona euro deberían favorecer la economía mundial. Aunque no es probable que desaparezcan de golpe las tensiones entre Estados Unidos y China, las relaciones entre Estados Unidos y Europa sí deberían mejorar significativamente. Es probable que Joe Biden vuelva a una estrategia multilateral más basada en las normas, lo que debería dar una mayor previsibilidad de la política que durante la presidencia de Donald Trump.

## 2021: PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

---

### Alto sentimiento de mercado

Nos sentimos optimistas en cuanto a la previsión de resultados positivos de las carteras en 2021, pero nos sigue preocupando el alto sentimiento de mercado que prevalece en la actualidad. Según nuestro escenario base se espera un fuerte repunte de beneficios cuando se vaya recuperando la economía mundial y aumente el gasto del consumidor, aunque sea desde el punto de partida tan bajo de 2020. En general, los inversores se muestran extremadamente optimistas, como muestran las encuestas de los gestores de fondos donde se observa que los niveles de liquidez son ahora más bajos que antes de la crisis del coronavirus. Los inversores tienen posiciones sobreponderadas en renta variable en un momento en que las valoraciones son muy exigentes, lo que implica que hay poco margen para decepciones.

### Los mercados siguen dependiendo de las políticas de los principales bancos centrales

Como ya sucedió en 2019, las políticas monetarias de los principales bancos centrales fueron los mayores impulsores del repunte de los activos financieros a partir de 2020, aunque las políticas fiscales también desempeñaron un papel determinante en esta ocasión. Esta dependencia de los mercados a las acciones de los bancos centrales no va a desaparecer en mucho tiempo y la última decisión del BCE de aumentar el volumen de sus compras de activos no hace más que confirmarlo. Los mercados esperan que los bancos centrales actúen para impedir que el extremo más largo de las curvas de rendimientos suba mucho más y esto se refleja claramente en las valoraciones de todas las clases de activos. La política monetaria apoya cada vez más las políticas fiscales y esto no va a cambiar en los próximos años. No es nada probable que se retiren medidas en este momento, pero puede que los mercados estén infravalorando el riesgo de un error en las políticas.

## PERSPECTIVAS DE INSTRUMENTOS DE DEUDA

---

### Los bonos soberanos siguen sin atraernos

Vemos poco valor en los tipos de interés a largo plazo dadas las valoraciones ampliadas y los riesgos de presión alcista en el caso de que la economía se recupere como se prevé. Lógicamente, los bancos centrales seguirán dirigiendo políticas monetarias muy relajadas e intentarán limitar la subida de los costes de mantenimiento de deuda para los muchos países cuyos ratios deuda/PIB han aumentado de manera significativa durante el año pasado. Es inevitable cierta exposición a la deuda soberana con mayor calificación para la composición de la cartera, pero el riesgo/beneficio de la clase de activo carece de atractivo.

### Los créditos corporativos deberían beneficiarse de varios factores

Nuestra previsión para los créditos empresariales es positiva, especialmente en alto rendimiento. La búsqueda continuada de rendimiento, el apoyo de las políticas acomodaticias de los principales bancos centrales y el equilibrio favorable entre la oferta y la demanda deberían

favorecer a los bonos de alto rendimiento. Los spreads se han estrechado mucho desde marzo, pero es muy posible que se estrechen más incluso que antes de la crisis del coronavirus y contribuyen a rendimientos que serán impulsados en gran parte por el “carry” (diferencial de interés).

### Los inversores seguramente prefieran la deuda de los mercados emergentes

Creemos que la deuda de los mercados emergentes es uno de los segmentos de renta fija más atractivos. Los rendimientos positivos, el potencial de revaloración de las divisas y las exportaciones, especialmente con China, deberían seguir fomentando la demanda de la deuda de países emergentes.

## PERSPECTIVAS DE LA RENTA VARIABLE

---

### **El repunte de los beneficios debería impulsar aún más la renta variable**

El mayor contribuyente a la subida de los precios de renta variable en 2021 debería ser un gran repunte de los beneficios. Para la renta variable mundial, se espera un crecimiento de los beneficios próximo al 25% (crecimiento de beneficios del 22% para Estados Unidos y del 34% en Europa). Al tener en cuenta los dividendos y las expectativas de una caída de las valoraciones, se espera que los resultados de la renta variable se sitúen en cifras bajas de dos dígitos. Los enormes planes de estímulo fiscales y monetarios seguirán marcando el contexto de los precios de las acciones. La renta variable de los mercados emergentes debería recibir el impulso de capital extranjero y de la recuperación económica, especialmente los de países exportadores de materias primas. Es probable que la renta variable japonesa siga sacando provecho de los fuertes vínculos comerciales de este país con China, mientras que las pequeñas empresas (small caps) suelen ofrecer buenos resultados en una recuperación cíclica.

### **Es muy probable que las valoraciones caigan**

Desde el punto de vista histórico, las valoraciones de renta variable están muy altas. Los mercados ya han descontado un repunte de beneficios este año ante la expectativa de una vuelta progresiva a cierta normalidad para la economía

mundial. Sin embargo, hace tiempo que las valoraciones no son el mayor impulsor de los mercados y no son un buen indicador para determinar el momento óptimo para entrar en el mercado. Por eso seguimos cómodos con nuestra asignación algo sobreponderada en renta variable, sobre todo a la vista de que la recuperación de beneficios se vea seguramente acompañada de un ajuste a la baja de las valoraciones, lo que los acercaría a sus medias a largo plazo.

### **Poco margen para decepciones**

Uno de los riesgos clave de la renta variable es el consenso fundamental generalizado de los mercados y la confianza en el apoyo monetario y fiscal constante. En 2020, los beneficios resultaron mucho menos perjudicados por la crisis del coronavirus de lo que temían los analistas. Existe el riesgo de que las expectativas de los beneficios de 2021 sean demasiado optimistas. Cualquier reducción de la sobreponderación actual del mercado en renta variable podría desembocar en una venta masiva inesperada. Los últimos acontecimientos han demostrado que sigue quedando mucho por recorrer hasta que podamos considerar que la pandemia está totalmente controlada. Esperemos que 2021 no se vea afectado por otro suceso de cisne negro en vista del consenso alcista entre los inversores.

## ACTIVOS ALTERNATIVOS

---

### **Los fondos alternativos tienen que desempeñar un papel fundamental**

Aunque no todos nuestros fondos de fondos alternativos estuvieron a la altura de nuestras expectativas el año pasado, ha sido tranquilizador aprovechar la diversificación que aportaron ciertas estrategias. Las estrategias Global Macro y CTA seguirán formando parte de las carteras y recientemente incrementamos nuestra asignación a fondos alternativos con la incorporación de un fondo de créditos Long/Short.

### **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 desempeñará un papel estratégico

Tras un fuerte repunte entre marzo y principios de agosto, el precio del oro se despidió de parte de sus ganancias a raíz de un mayor interés de los inversores por activos defensivos. Aunque se podría prolongar aún más esta fase de consolidación, seguimos considerando el oro como un activo estratégico. En el contexto de tipos de interés reales negativos y la expansión continuada de los balances de los bancos centrales, el oro debería recibir el gran sustento de su papel como activo real cuya oferta es finita.

### Un entorno más favorable para el 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. La presión bajista sobre los tipos de interés reales y la posible depreciación del dólar son tan solo dos de los factores que deberían beneficiar al oro, sobre todo a la vista de las limitaciones de los activos de renta fija más seguros.

## PERSPECTIVAS DE LAS DIVISAS

---

### Es probable que el dólar estadounidense pierda más terreno

Creemos que la debilidad del dólar estadounidense observada desde la primavera pasada continuará este año, aunque a un ritmo más pausado. Estados Unidos tiene déficit en su cuenta corriente además de un alto déficit fiscal y requiere la entrada de grandes capitales extranjeros para poder financiarlo. Con la recuperación prevista de la economía mundial, es probable que cada vez más capital vaya a los países donde la economía prospera, lo que provocará una mayor caída del tipo de cambio del dólar. Ahora bien, existen ciertos riesgos en este escenario. El principal riesgo es el consenso alcista sobre la depreciación del dólar, lo que ya se observa en el posicionamiento extremo de los mercados. Otro riesgo es una subida de los tipos de interés a largo plazo estadounidenses más alta y más rápida que en otros países, lo que supondría un mayor apoyo para el dólar.

### El euro esterlina podría revalorizarse más frente al dólar

En nuestro escenario base, el euro podría seguir revalorizándose frente al dólar estadounidense. Desde un punto de vista exclusivo de la valoración, el euro sigue

estando muy infravalorado en cuanto a la paridad del poder adquisitivo. Además, la zona euro parece estar en mejor forma desde un punto de vista político tras la aprobación de un fondo de recuperación de 750 mil millones de euros. Los riesgos relativos a la situación financiera de determinados países han disminuido y esto se ha visto reflejado en el estrechamiento de los spreads de los bonos de países periféricos. El euro también podría recibir el apoyo de la entrada de inversiones extranjeras en renta variable europea, que está más expuesta a los sectores cíclicos que el mercado de renta variable estadounidense, por ejemplo.

### Buen potencial para las divisas de los mercados emergentes

Las divisas de los mercados emergentes ofrecen la posibilidad de beneficios en vista de las expectativas de un escenario de reflación mundial y liquidez masiva en dólares. Los activos de mercados emergentes son atractivos en términos relativos y la entrada de capital extranjero debería impulsar los tipos de cambio de sus divisas. Las divisas de los países productores de materias primas también deberían recibir el impulso de una demanda continuada de materias primas.

## 2021: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

---

### EFFECTIVO (3%)

---

#### Nuestra asignación a efectivo es infraponderada

Hemos reducido hace poco la asignación a efectivo que era neutral. Hemos movido parte del efectivo de un fondo que invertía en activos reales a un fondo Long/Short centrado en alto rendimiento estadounidense. Estas transacciones reflejan un interés genuino en estas clases

de activos y la intención de diversificar más las carteras mediante estrategias menos correlacionadas. También hemos aumentado nuestra inversión en renta variable británica y china.

### INSTRUMENTOS DE DEUDA (34%)

---

#### Nuestra asignación a activos de renta fija es neutral

Desde finales del verano, hemos recortado nuestra asignación a renta fija mundial y vuelve a ser neutral. Esto refleja menos potencial para ciertas posiciones subyacentes en vista de unos rendimientos en mínimos históricos, spreads estrechos y el riesgo de duración. Se puede describir nuestra exposición a instrumentos de deuda como dinámica. Incluye créditos de alto rendimiento en mercados desarrollados y emergentes, bonos convertibles y préstamos senior garantizados europeos. Nuestra exposición a bonos con grado de inversión sigue siendo infraponderada e incluye deuda empresarial y soberana así como fondos de bonos sin restricciones que se redujeron en octubre. 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

Aunque sus rendimientos estén en mínimos históricos, los bonos empresariales de alto rendimiento deberían seguir aprovechando la demanda de los bonos con rendimientos positivos y las políticas tan acomodaticias de los bancos centrales más importantes. Los spreads se han estrechado significativamente desde las turbulencias que azotaron los mercados en marzo, pero creemos que queda margen para que se estrechen aún más en nuestro escenario base. La deuda empresarial de los mercados emergentes es otro segmento de los mercados de bonos que nos gusta y por tanto hemos incrementado nuestra exposición a un fondo de deuda empresarial de mercados emergentes muy dinámico. Fue una gran satisfacción ver el comportamiento de dos de nuestros fondos de créditos en 2020 que mostraron menos pérdidas en marzo y recuperaciones más rápidas que otros fondos equiparables porque tenían la capacidad de reposicionar rápidamente sus carteras.

### RENTA VARIABLE (53%)

---

#### La asignación a renta variable es moderadamente sobreponderada

Las carteras tienen una asignación moderadamente sobreponderada a renta variable puesto que queremos aprovechar el impulso positivo que prevalece en los mercados de renta variable. Incluso más que hace un año, se han incrementado las valoraciones de renta variable pero está en parte justificado por la expectativa de un fuerte repunte de los beneficios en 2021. Hemos mantenido una asignación diversificada de las carteras en diferentes

regiones, estilos de inversión y tamaños de empresas en los mercados. Fue gratificante ver el gran coeficiente alpha generado por muchos gestores de activos al aprovechar el alto grado de dispersión en los mercados el año pasado. Durante todo 2020 fuimos agrandando nuestra exposición a la renta variable asiática y seguimos confiando en las previsiones para la renta variable de esta región.

## Nos gustan las pequeñas empresas, los mercados emergentes y la renta variable europea

En las condiciones de mercado actuales, esperamos que las pequeñas empresas y los títulos valor ofrezcan buenos resultados. Este tipo de renta variable suele tener mejores resultados durante los repuntes cíclicos y debería volver a pasar en esta ocasión. La renta variable europea debería beneficiarse de este ciclo de mercado esperado en vista de su exposición a sectores más cíclicos. Lo mismo ocurre con las pequeñas empresas, que también tienden a estar más orientadas al comercio interior, de modo que las empresas pequeñas europeas y las estadounidenses deberían beneficiarse de la recuperación económica y de

un fuerte apoyo fiscal. La renta variable de los mercados emergentes es otra clase de activos que esperamos aporte mucho al rendimiento de las carteras este año. Las entradas de capital extranjero deberían coger ritmo, sobre todo si se sigue depreciando el dólar estadounidense, y la reanimación de las exportaciones debería también impulsar los resultados de los mercados emergentes. En 2020 aumentamos nuestra exposición a las inversiones en renta variable temática y optaremos por este método de aquí en adelante.

## MATERIAS PRIMAS (0%)

---

### Nuestra asignación a materias primas es neutral

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

## ORO (3%)

---

### Nuestra asignación a oro es neutral

Aprovechamos la caída en picado del precio del oro de marzo para añadir una posición del 3% a las carteras. Creemos que el oro seguirá recibiendo el apoyo firme de un entorno marcado por tipos de interés reales negativos, la enorme intervención de los bancos centrales,

la debilidad del dólar estadounidense y la necesidad de activos defensivos en carteras en un momento en que los bonos tienen menos probabilidad de protegernos de pérdidas en renta variable.

## INVERSIONES ALTERNATIVAS (7%)

---

### La asignación a fondos alternativos es neutral

Nuestra asignación a fondos alternativos es neutral. El año pasado amortizamos la estrategia Risk Premia por su baja rentabilidad y la disminución de activos y no ha logrado recuperarse desde que vendimos esta posición. La rentabilidad de los demás fondos alternativos ha sido mucho más satisfactoria. La estrategia Global Macro resultó ser muy resistente y se mantuvo en terreno positivo durante todo el año. La estrategia que sigue las tendencias fue acertada durante la venta masiva en los mercados gracias a su posición larga en los tipos. Hace poco añadimos un fondo de créditos Long/Short centrado en alto rendimiento estadounidense. El gestor lleva un historial muy convincente desde 2018 y protegió muy bien el fondo durante las turbulencias de marzo.

### Los productos estructurados se benefician de períodos de mayor volatilidad

Mantenemos un enfoque oportunista en nuestra asignación a productos estructurados atractivos. Nos hemos centrado en captar niveles de volatilidad por encima de la media y buscar productos que ofrezcan ingresos con un nivel de riesgo limitado. También buscamos soluciones que ofrezcan cierta protección para 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. En general, el presupuesto para riesgos de las carteras se distribuye en 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.

## 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, cuando corresponda. 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.

Se clasifican los productos estructurados en las clases de activos más relevantes en cada momento específico. Esto nos permite analizar los niveles generales de riesgo de cada clase de activos mejor que si se clasificaran los productos estructurados por separado. Los productos estructurados son, por naturaleza, instrumentos híbridos y la evolución de sus distintos componentes determinará si es necesario reclasificar un producto estructurado en otra clase de activos.

## TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DEL 2021

Para nuestras cuentas equilibradas, aplicamos la siguiente tabla:

	ASIGNACIÓN	ENERO DE 2021
<b>DEPÓSITOS A CORTO PLAZO</b>	<b>0 - 20%</b>	<b>3%</b>
<b>INSTRUMENTOS DE DEUDA</b>	<b>15 - 55%</b>	<b>34%</b>
Bonos con grado de inversión	5 - 45%	8%
Bonos de alto rendimiento y de mercados emergentes	0 - 20%	13%
Bonos especializados	0 - 15%	13%
<b>RENTA VARIABLE</b>	<b>20 - 60%</b>	<b>53%</b>
Mercados desarrollados	15 - 50%	43%
Mercados emergentes	5 - 30%	10%
<b>MATERIAS PRIMAS</b>	<b>0 - 15%</b>	<b>3%</b>
Oro físico	0 - 5%	3%
Otras materias primas	0 - 10%	0%
<b>FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)</b>	<b>0 - 25%</b>	<b>7%</b>
Fonds alternatifs	0 - 15%	7%
Autres	0 - 10%	0%
		<b>100%</b>

\* Incluye fondos alternativos con posiciones largas y productos estructurados

### 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](http://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](http://FFGG.COM)