

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN 2022
REPASO Y PREVISIÓN SEMESTRAL

JULIO 2022

ÍNDICE

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES	1
ENTORNO MACROECONÓMICO	2-3
SITUACIÓN ECONÓMICA	4-6
MERCADOS FINANCIEROS	7-8
PREVISION DE LOS MERCADOS	9-10
ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2022	11-12

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES

En esta publicación semestral repasaremos la primera mitad de 2022 y analizaremos algunos de los principales indicadores económicos actuales antes de definir la asignación de activos que recomendamos para el segundo semestre del año.

La economía sufre una fuerte desaceleración y hay poca visibilidad

La economía mundial se está ralentizando y se han revisado muy a la baja las previsiones de crecimiento del PIB anunciadas a principios de año. La guerra en Ucrania, los confinamientos en China, los trastornos en las cadenas de suministro y las políticas monetarias restrictivas han supuesto un duro golpe para la actividad económica y se ha perdido la esperanza de una prolongación del fuerte repunte post-COVID. La invasión de Rusia a Ucrania ha empeorado las dificultades sufridas desde la pandemia, como los atascos en las cadenas de suministro y las fuertes subidas del precio de las materias primas. Las presiones inflacionistas también han resultado ser mucho más persistentes de lo que previeron los bancos centrales. El Banco Mundial espera ahora que el crecimiento mundial se quede en el 2,9% durante 2022, frente a la proyección del 4,1% anunciada hace seis meses. En lo que llevamos de año, la economía ha tenido que afrontar más turbulencias de lo previsto y los riesgos de recesión han seguido aumentando.

Las condiciones financieras seguirán endureciéndose

En los últimos tiempos los bancos centrales han dado un giro radical en sus posturas. Los mercados anticipan ahora el ciclo de endurecimiento más agresivo y sincronizado desde la era Volcker de principios de los años ochenta. Los bancos centrales han tardado en admitir lo equivocados que estaban en sus previsiones para la inflación y ahora intentan recuperarse rápidamente de su error. El rendimiento de la deuda pública de los G-7 ha crecido a un ritmo inaudito. Bien es cierto que se esperaba una mejora del rendimiento, pero la rapidez con que los bancos centrales, especialmente la Reserva Federal americana, cambiaron sus políticas monetarias, ha conmocionado los mercados. En enero, los mercados esperaban para 2022 tres subidas de los tipos de interés del 0,25% hasta llegar al 0,75% por parte de la Reserva Federal americana. Un mes más tarde se habían descontado cinco subidas, hasta el 1,25%, y ya en marzo la cifra esperada llegaba a nada menos que un 2,5%! Las expectativas actuales son que el tipo de interés americano cierre 2022 en el 3,5% y que llegue al 4% en 2023. También han aumentado significativamente las expectativas de subidas de los tipos del Banco Central Europeo. En enero no se esperaba ninguna subida y a la fecha de estas perspectivas ya se esperaba que subieran al 1% al cierre de 2022.

Es muy probable que la segunda mitad del año siga siendo volátil para los mercados financieros

La primera mitad de 2022 ha sido brutal para los mercados de acciones y los mercados de bonos mundiales. Pese a los beneficios empresariales tan sólidos del primer trimestre y, por ahora, una previsión generalmente optimista para los beneficios futuros, la renta variable ha caído significativamente al optar los principales bancos centrales por una postura cada vez más agresiva. La combinación de beneficios más elevados y precios de acciones más bajos implica que la revisión a la baja de las valoraciones, que llevamos viendo desde finales de 2020, ha proseguido en 2022. Los rendimientos de la deuda soberana han crecido rápidamente y los spreads de créditos (diferenciales de crédito) se han ampliado de manera notable. Los principales índices de bonos han bajado en torno a un 15%, una caída espeluznante para esta clase de activos. Los inversores han tenido que ir ajustando constantemente sus expectativas con respecto a las políticas de los principales bancos centrales, lo que ha desencadenado una volatilidad descomunal. Dado el alto nivel de incertidumbre provocado por las turbulencias económicas y geopolíticas, creemos que los mercados financieros seguirán siendo volátiles en los próximos meses.

El posicionamiento de las carteras se ha vuelto más defensivo

El posicionamiento de nuestras carteras es ahora más defensivo, con una asignación neutral en la renta variable, sobreponderada las estrategias alternativas e infra ponderada con corta duración en renta fija. Para las carteras que no están denominadas en USD, aumentamos también la posición en el dólar americano como medida defensiva. Nuestra exposición a la renta variable sigue estando bien diversificada y hemos sustituido algunas estrategias de crecimiento de renta variable por otras más defensivas, lo que ha resultado ser un acierto por el momento. Nuestra valoración es que las cotizaciones ya reflejan muchas de las malas noticias y el sentimiento del mercado es exageradamente pesimista. Ante las condiciones actuales de los mercados, es probable que las estrategias más defensivas sigan ofreciendo un rendimiento superior, como la inversión en empresas menos cíclicas, los activos inmobiliarios, el sector de la salud, la renta variable de valor y las empresas de calidad. También nos gusta la descorrelación que ofrece la renta variable de los mercados "frontier", sobre todo porque sus valoraciones siguen siendo muy atractivas.

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

ENTORNO MACROECONÓMICO

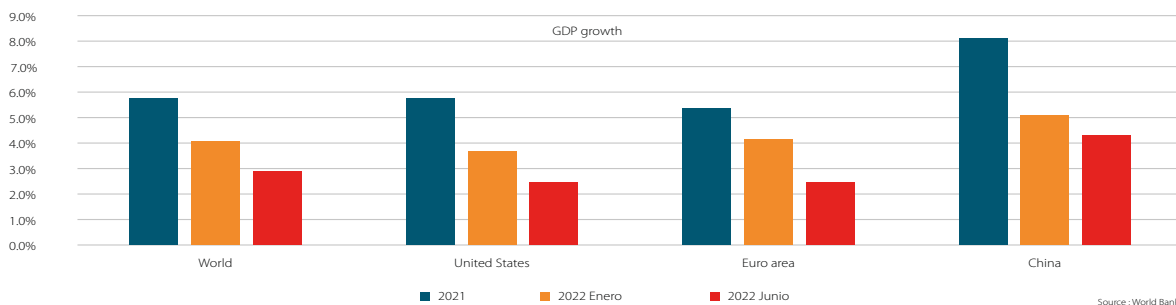
CRECIMIENTO ECONOMICO MUNDIAL

La economía mundial se ralentiza

La economía mundial se ralentiza y se han revisado notablemente a la baja las previsiones de crecimiento del PIB anunciadas a principios de año. El Banco Mundial prevé ahora que el crecimiento mundial se quede en el 2,9% durante 2022, frente a la proyección del 4,1% anunciada hace seis meses. La guerra en Ucrania, los confinamientos en China, los trastornos en las cadenas de suministro y las políticas monetarias restrictivas han supuesto un duro golpe para la actividad económica y se ha perdido la esperanza de una prolongación del fuerte repunte post-COVID. La invasión de Rusia a Ucrania ha empeorado las dificultades sufridas desde la pandemia, como los atascos en las cadenas de suministro y las fuertes subidas del precio de las materias primas. La política china de «cero COVID» también implica que los problemas de las cadenas de suministro tardarán aún más en resolverse. Las tendencias resultantes

de una inflación más alta y crecimiento más lento agravan el riesgo de estancamiento, con consecuencias potencialmente desestabilizadoras para los países de bajos ingresos debido al aumento de los precios de la energía y los alimentos. Desde el punto de vista regional, los Estados Unidos parecen estar en mejor situación que Europa, dado que esta última tiene una fuerte dependencia al suministro energético ruso, sobre todo el gas. El Banco Mundial prevé ahora que el crecimiento de la zona euro caerá al 2,5% en 2022, es decir, un 1,7% menos de lo que esperaban en enero. La actividad económica de China ha sufrido un duro golpe ante los confinamientos por COVID durante la primera mitad del año y no podrán cumplir el objetivo de crecimiento del PIB del 5,5% al que aspiraba el gobierno. Ahora bien, con la implantación de varias políticas de ayuda se debería impedir un aterrizaje brusco de la economía china en el segundo semestre.

CRECIMIENTO DEL PIB



El gráfico muestra el deterioro del entorno económico desde principios de año. En enero ya dijimos que las previsiones de crecimiento del PIB podrían desviarse seriamente y la cifra real podría ser muy inferior o superior. Lamentablemente fue

muy inferior, como refleja la corrección a la baja del Banco Mundial en sus previsiones de crecimiento del PIB de enero, con una revisión a la baja más notable en la zona euro.

LOS RIESGOS DE RECESION HAN AUMENTADO

Desde principios de año, la economía mundial ha tenido que afrontar cada vez más turbulencias que además han agravado considerablemente los riesgos de recesión en varias regiones. Se esperaba que fuera solucionándose poco a poco la falta de suministro, pero ha ocurrido lo contrario. La dura política «Cero COVID» que impuso China hizo que Shanghái impusiera un confinamiento muy estricto de casi dos meses. Shanghái y las provincias de alrededor representan uno de los grandes núcleos industriales de China y tiene uno de los puertos más importantes del mundo. También se han visto confinados otros puertos chinos. Basta con decir que esto ha

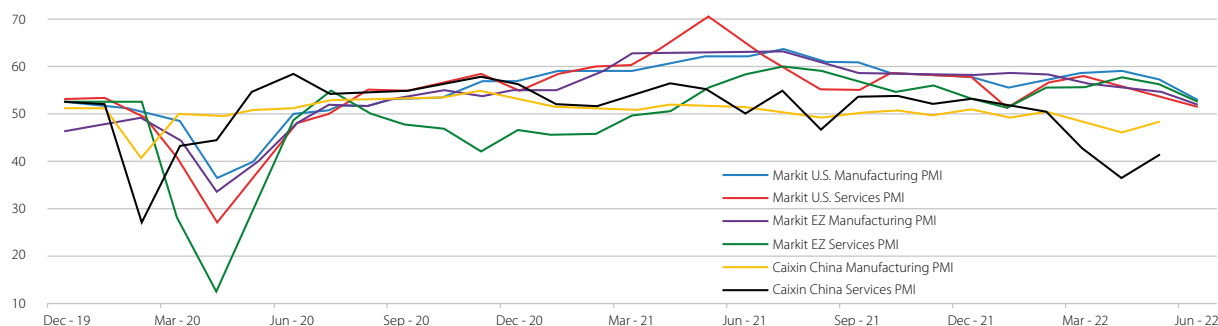
supuesto graves trastornos para las cadenas de suministro y logística a nivel mundial y se tardará en estabilizar la situación. La guerra en Ucrania ha empeorado este problema. Ya se consideraba a Ucrania como un importante obstáculo para las cadenas de suministro antes de la guerra dada la deficiencia de sus infraestructuras portuarias y la gran concentración del suministro del trigo y maíz mundial que pasa por allí. Al margen de la alimentación, el impacto de la guerra en los precios de la energía y el combustible ha hecho que tanto la producción como el transporte sean en general más caros. Por tanto, se acabó perdiendo la

esperanza de que la inflación tocara techo en el primer semestre de 2022 y la amenaza que siga la inflación alta ha llevado a los bancos centrales de los mercados desarrollados a endurecer sus políticas monetarias de manera radical. Estas turbulencias, junto con otros problemas, implican que el riesgo de contracción económica en Europa o en Estados Unidos ha seguido aumentando y ha contribuido a debilitar el sentimiento de las empresas y los consumidores. Con todo esto no queremos decir que la recesión sea inevitable. Aunque la probabilidad aumenta, la economía recibe el impulso de ciertos factores, como el fuerte gasto de los consumidores en Estados Unidos y cifras de desempleo muy bajas en ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, la confianza decreciente de los consumidores no ha afectado aún los gastos y es difícil conciliar la solidez del crecimiento de la tasa de empleo que se aproxima a una media de

400.000 empleos nuevos al mes con las afirmaciones de que la recesión es inminente. Bien es cierto que la zona euro parece más frágil por un gasto de los consumidores menos resistente y las repercusiones más pronunciadas de la guerra en Ucrania. El alto nivel de dependencia de la región a las importaciones energéticas de Rusia y el impacto de las sanciones económicas están perjudicando a la actividad económica gravemente, al igual que el endurecimiento de las condiciones financieras. La probabilidad de que haya buenas noticias con respecto a la guerra parece mínima pero el fuerte repunte tras el confinamiento en ciertos sectores duramente golpeados por la pandemia podría favorecer la economía de la zona euro a corto plazo. La solidez de los mercados laborales y la robustez corporativa son otros factores que refuerzan la economía.

INDICADOR LIDER

INDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI)



Esta gráfica muestra que los Índices de gestores de compras (PMI) tienden a la baja en la zona euro y Estados Unidos. A pesar del fuerte repunte de los PMI Servicios observado desde febrero cuando se fueron levantando las restricciones contra COVID, los datos más recientes son más débiles. En la zona euro, el coste de la vida más caro, la ralentización de la demanda acumulada y el recorte de los planes de contratación son algunos de los causantes de esta caída del índice. En Estados Unidos, la fuerte caída de pedidos nuevos y un menor volumen de nuevos pedidos de exportación fueron los principales culpables de los últimos datos. La tasa

de creación de empleo también se ha moderado, mientras que el sentimiento está en la cifra más baja desde septiembre de 2020. Aun así, debemos recordar que los índices siguen en expansión, por encima del 50. Por el contrario, los PMI de China apuntan a una contracción, pero se empiezan a recuperar con la reapertura de la economía tras largos confinamientos. La actividad económica en China debería recuperarse gradualmente en el segundo semestre dado que las medidas monetarias y fiscales específicas contribuirán a estabilizar el crecimiento.

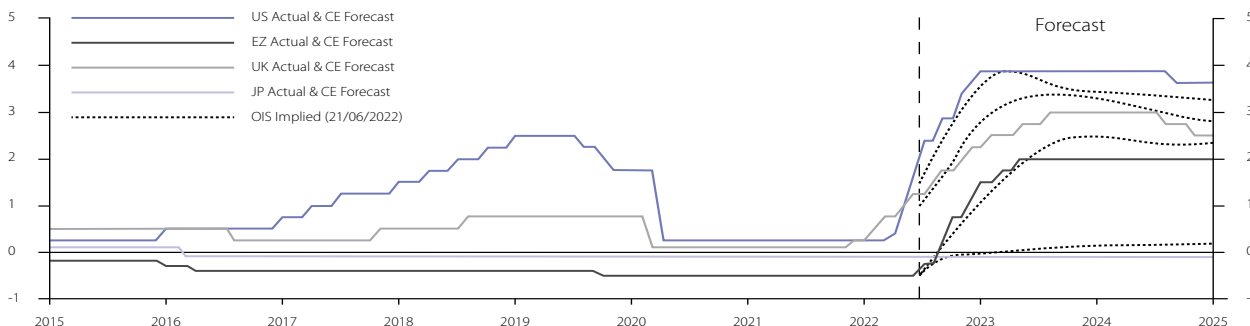
SITUACIÓN ECONÓMICA

LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES HAN ADOPTADO POLITICAS AGRESIVAS DE ENDURECIMIENTO MONETARIO

En el último período hemos visto cómo los bancos centrales han optado por una postura agresiva ante las presiones constantes sobre los precios. Los mercados anticipan ahora el ciclo de endurecimiento sincronizado más agresivo desde la era Volcker de principios de los ochenta. Los bancos centrales han tardado en admitir lo equivocados que estaban en sus previsiones para la inflación y ahora intentan recuperarse rápidamente de su error. La Reserva Federal encabeza esta tendencia y está subiendo los tipos de interés rápidamente a la vez que empieza a reducir su balance. Una rápida revisión al alza de las previsiones para los tipos de interés ya ha afectado notablemente a las curvas de rendimiento y los spreads de créditos, pero es más difícil predecir las repercusiones del endurecimiento cuantitativo. Los inversores también vigilan de cerca si el Banco Central Europeo

será capaz de conciliar una política monetaria más restrictiva, que incluye subidas de los tipos de interés y el fin de su programa de compra de activos, con la estabilidad en los mercados de bonos de la zona euro. Ya ha tenido que tranquilizar a los inversores afirmando que evitaría que se ampliaran demasiado los spreads de los mercados periféricos, pero seguimos sin saber qué pasos va a tomar y qué niveles de spreads considerará aceptables. Aunque los bancos centrales de los mercados desarrollados están intentando recuperar terreno en su batalla contra la inflación, los bancos centrales de los mercados emergentes ya han sido mucho más proactivos. Hemos visto fuertes subidas de los tipos en países como Brasil, Chile, Polonia y México, lo que implica que ya han tratado algunas de las preocupaciones relativas a las presiones inflacionistas.

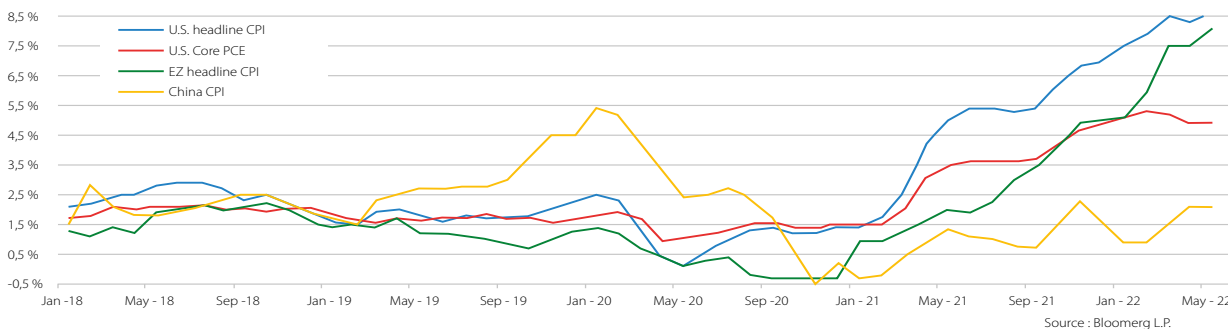
TIPOS DE INTERES DE LAS PRINCIPALES ECONOMIAS AVANZADAS



El gráfico muestra los tipos de interés reales y las previsiones de Capital Economics. Tras subir inicialmente los tipos un 0,25% en marzo, la Reserva Federal apretó el ritmo de su endurecimiento con una subida del 0,5% en mayo, otra subida del 0,75% en junio y se espera ahora otra más del 0,75% en la reunión de julio. Estando ahora entre el

1,5% y el 1,75%, los mercados esperan que el tipo de interés de la Reserva Federal llegue al 3,5% para finales de 2022 y que llegue al 4% en 2023. Se espera que el BCE empiece a subir los tipos en julio. Desde el -0,5% actual, los mercados prevén que el tipo del BCE cierre 2022 en torno al 1%, dado que últimamente han ido rebajando sus previsiones.

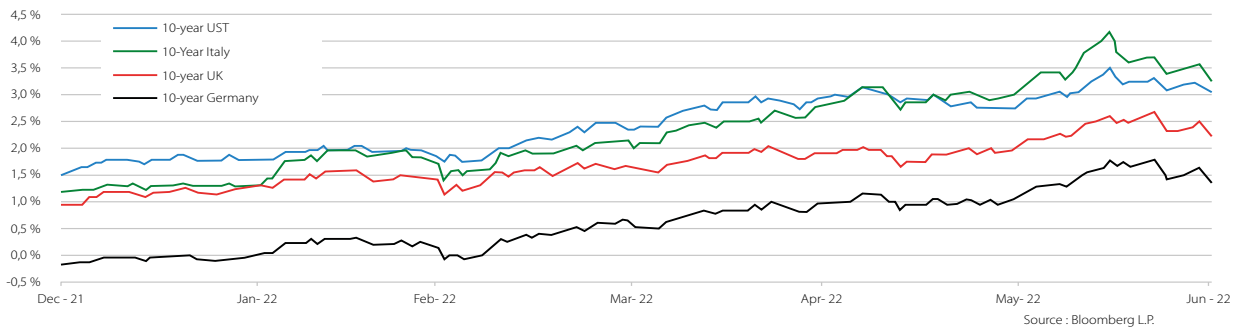
LA INFLACION HA VUELTO CON FUERZA



Ha quedado claro que los bancos centrales se equivocaban de pleno al insistir en que la inflación sería pasajera. El gráfico muestra que las presiones inflacionistas han seguido creciendo rápidamente y han llegado a cifras que no veíamos desde los años ochenta. Hasta ahora, el encarecimiento de las materias primas y el costo del transporte, los trastornos en el suministro cuando estalló la demanda de productos manufacturados y las subidas salariales han contribuido a la presente situación inflacionista. De aquí en adelante, las presiones seguramente se concentren en los sectores de alimentación y servicios, con exigencias de subidas salariales en mercados laborales precarios que suponen un riesgo de que suba la inflación. La buena noticia es que es probable que la inflación toque techo en los próximos meses y podrá caer

significativamente gracias a los efectos de base favorables y la esperanza de que disminuyan los problemas en las cadenas de suministro. Seguimos sin saber con certeza los riesgos relativos a las exigencias salariales. En Estados Unidos, los salarios de trabajadores de baja cualificación han subido, pero sigue habiendo escasez de mano de obra en varios sectores y a las empresas les cuesta encontrar trabajadores. Lo mismo está ocurriendo en el Reino Unido, donde la oferta de empleo alcanza cifras récord. En Europa, los mercados laborales también están al alza, con una alta oferta de empleo y una baja tasa de desempleo. Las presiones salariales crecen por la alta inflación y los esfuerzos de los sindicatos en diferentes países que incrementan su lucha por obtener subidas salariales.

RENTABILIDADES DE LA DEUDA SOBERANA

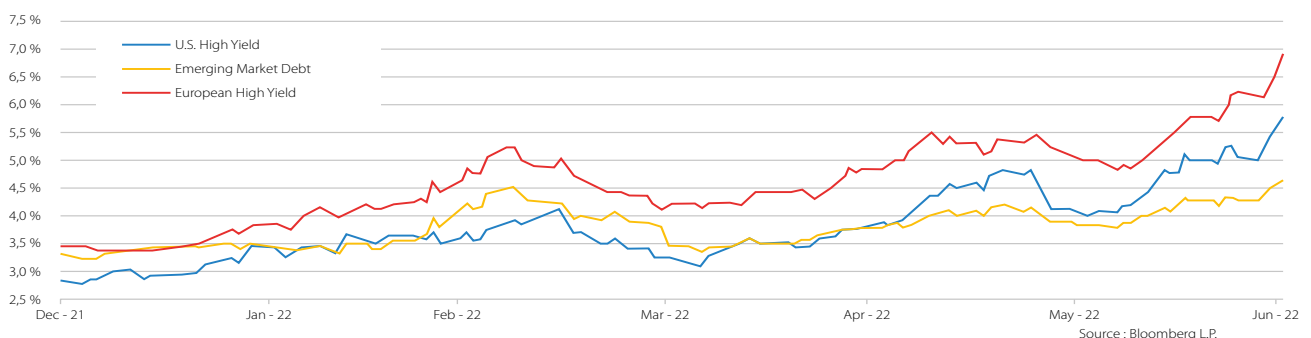


El rendimiento de la deuda soberana de los G-7 ha crecido a un ritmo sin precedentes. Bien es cierto que se esperaba una mejora del rendimiento este año, pero la rapidez con que los bancos centrales, especialmente la Reserva Federal, cambiaron sus políticas monetarias, conmocionó los mercados. A principios de año, los mercados esperaban para 2022 tres subidas de los tipos del 0,25% hasta llegar al 0,75% por parte de la Reserva Federal. Para finales de enero ya se habían descontado cinco subidas, hasta el 1,25%, y en marzo la cifra esperada llegaba a nada menos que un 2,5%. A día de hoy se espera que el tipo de los fondos de la Reserva Federal cierre 2022 en el 3,5% y que el tipo terminal llegue al 4% en 2023. También han aumentado significativamente

las expectativas de subidas de los tipos del BCE. En enero no se esperaba ninguna subida y a la fecha de estas perspectivas ya se esperaba que subieran al 1% para finales de 2022. Huelga decir que estos cambios tan dramáticos han propiciado una subida pronunciada de las curvas de rendimiento. El rendimiento de los bonos del Estado a 2 años ha subido del 0,73% a una máxima del 3,43% en junio, mientras el rendimiento a 10 años subió hace poco del 2% al 3,5%. Tal y como se observa en la gráfica, el rendimiento de los bonos del Reino Unido y los Bund alemanes han seguido esta misma tendencia, mientras que los spreads de los países periféricos en la zona euro se han ampliado ante la preocupación por la sostenibilidad de la deuda, una vez más.

SPREADS DE LOS BONOS

SPREADS DE LA DEUDA DE LOS MERCADOS EMERGENTES Y ALTO RENDIMIENTO



Tal y como se observa en este gráfico, los spreads de créditos de alto rendimiento a ambos lados del Atlántico se han ampliado considerablemente. En principio, los spreads demostraron poder soportar la subida de las tasas de interés libres de riesgos. El inicio de la guerra en Ucrania hizo subir los spreads aún más, aunque por poco tiempo, puesto que enseguida volvieron prácticamente a las cifras de principios de año. Se han ampliado bastante los spreads desde entonces a la luz de la postura tan agresiva de los bancos centrales y la preocupación por la rápida desaceleración de la economía y los riesgos de recesión. Por otro lado, desde el punto de vista fundamental, los balances de las empresas son generalmente sólidos, dado que se han ido reduciendo los niveles de apalancamiento y los niveles de cobertura de los tipos de interés han mejorado. La mayoría de las empresas se han aprovechado de los

bajos niveles de tipos de interés para su refinanciación en los últimos años y el año culminante de los vencimientos queda aún muy lejos. Los bonos corporativos de alto rendimiento en USD que vencen a finales de 2024 solo representan un 7% de las obligaciones pendientes, según los datos de Bloomberg. Esto debería dar a las empresas un respiro y limitar el riesgo de impago a corto plazo. El spread de la deuda pública de mercados emergentes se ha comportado de manera similar al de alto rendimiento. Se observó un pico en marzo en un entorno caracterizado por la aversión al riesgo (risk-off), pero la reciente ampliación fue bastante contenida, en parte porque no se ha producido un endurecimiento de esta clase de activos en 2021, a diferencia de la fuerte contracción que experimentaron los spreads de alto rendimiento.

EL ENTORNO MACROECONOMICO/SITUACION ECONOMICA: CONCLUSIONES

La economía atraviesa fuertes turbulencias cuando debería estar disfrutando de una próspera recuperación post-COVID. Aunque ya apenas se ven titulares sobre COVID en la prensa europea, los estrictos confinamientos en China sirven de recordatorio de que la pandemia y sus consecuencias económicas siguen presentes. Aunque sigue siendo difícil cuantificar los riesgos relativos a la política china de «cero-Covid», no esperamos que las nuevas cepas tengan un impacto significativo en la economía americana ni europea. A día de hoy, nadie espera buenas noticias de la guerra en Ucrania, por lo que es muy probable que ya se hayan descontado en gran medida sus repercusiones en la economía mundial. La capacidad de los países europeos de gestionar su suministro de gas de manera satisfactoria es una gran preocupación, pero los planes para obtener otras fuentes de energía alternativa, aumentar la capacidad de GNL, retrasar la eliminación gradual de la energía nuclear y el cambio provisional de gas a carbón reflejan que están tratando el problema con urgencia.

Las condiciones financieras serán aún más restrictivas bajo las acciones de los bancos centrales, pero los mercados ya parecen dudar de hasta qué punto se puede subir los tipos. La aceleración del endurecimiento de la Reserva Federal americana implica que podría haber un poco más de margen más adelante para hacer un paréntesis si la situación económica se deteriorara demasiado rápido o si las tendencias inflacionistas mejoraran de manera

totalmente inesperada. Los mercados de bonos han pasado por momentos frenéticos al tener que ajustarse a la nueva política monetaria tan agresiva y a la vertiginosa subida del rendimiento de los bonos. La observación más tranquilizadora es que los spreads de créditos y los spreads de los mercados emergentes han evolucionado generalmente en condiciones de liquidez y mercado sin baches. Los spreads de créditos de investment-grade (grado de inversión) actuales en la Unión Europea y en Estados Unidos ya reflejan un alto nivel de riesgo de recesión. Suponen un punto de equilibrio para una tasa de impago acumulada de cinco años, la cual es casi once veces la media de la tasa de impago realizada para cualquier período de 5 años entre 1970 y 2021. Como siempre, al Banco Central Europeo le ha costado mucho emitir un mensaje claro, con grandes discrepancias entre los miembros del consejo, y es probable que los mercados lo sigan poniendo a prueba. Se prevé que la inflación caiga a partir del tercer trimestre, pero este año hemos visto lo difícil que es confiar plenamente en las previsiones. En conclusión, la economía ha afrontado cada vez más turbulencias este año y los riesgos de recesión siguen creciendo. Se han endurecido considerablemente las condiciones financieras y esta tendencia seguirá a corto plazo, pero los mercados ya han descontado muchas malas noticias y todavía existe la posibilidad de que el nivel actual de pesimismo resulte ser exagerado.

MERCADOS FINANCIEROS

	Cierre 2021	Mayo de 2022	Junio de 2022	Va de mes	2022
RENTA VARIABLE					
S&P 500	4'766.2	4'132.2	3'785.4	- 8.4%	- 20.6%
Euro Stoxx 50	4'298.4	3'789.2	3'454.9	- 8.8%	- 19.6%
MSCI EM	1'232.0	1'077.7	1'000.7	- 7.2%	- 18.8%
RENTA FIJA					
UST 10 años	1.51%	2.84%	3.02%	+ 18bps	+ 151bps
Bund 10 años	- 0.18%	1.12%	1.33%	+ 21bps	+ 151bps
UE BBB	0.95%	3.02%	3.73%	+ 71bps	+ 278bps
DIVISAS					
EUR/USD	1.137	1.073	1.048	- 2.3%	- 7.8%
USD/CHF	0.913	0.960	0.955	- 0.5%	+ 4.6%
EUR/CHF	1.038	1.030	1.001	- 2.8%	- 3.6%
USD/JPY	115.1	128.7	135.7	+ 5.4%	+ 17.9%
GBP/USD	1.353	1.260	1.218	- 3.3%	- 10.0%
MATERIAS PRIMAS					
CRB Index	232.4	316.5	291.1	- 8.0%	+ 25.3%
Petróleo WTI	\$ 75.2	\$ 114.7	\$ 105.8	- 7.8%	+ 40.7%
Oro	\$ 1'829	\$ 1'837	\$ 1'807	- 1.6%	- 1.2%

Los mercados de renta variable globales han estado sometidos a intensa presión y han sufrido una fuerte bajada

El primer semestre de 2022 ha sido brutal para los mercados de renta variable globales, como refleja la caída del 21% del MSCI World Index. Pese a los beneficios corporativos tan saludables del primer trimestre y, por ahora, una previsión general optimista para los beneficios futuros, la renta variable ha caído en picado al optar los principales bancos centrales por una postura cada vez más agresiva siguiendo los pasos de la Reserva Federal americana. El rápido ascenso del rendimiento de los bonos perjudicó especialmente a los títulos de crecimiento antes de que la Reserva Federal cambiara de golpe su política y desencadenara una corrección generalizada de los títulos, salvo para los mercados fuertemente expuestos a las materias primas, sobre todo la energía. Los sectores de la tecnología, bienes de consumo cíclico y servicios de comunicación fueron los más decepcionantes, donde las small-caps (empresas de pequeña capitalización) también arrojaron peores resultados que las large-caps (gran capitalización). La invasión rusa en Ucrania atizó la constante preocupación por la alta y persistente inflación, el factor decisivo arrollador de los mercados financieros en 2022. La combinación de beneficios más elevados y precios de renta

variable más bajos implica que la revisión a la baja de las valoraciones, que llevamos viendo desde finales de 2020, ha proseguido en 2022.

El peor rendimiento en lo que va de año de la deuda soberana y de la deuda investment grade (de grado de inversión)

Como para la renta variable, este año ha demostrado ser realmente duro para la clase de activos de renta fija. El rendimiento de la deuda soberana ha crecido rápidamente y los spreads de créditos se han ampliado de manera notable. En lo que va de año, el rendimiento de los bonos del Estado estadounidenses a 10 años se ha disparado del 1,51% a una máxima del 3,48%, mientras que los bonos a 2 años se dispararon del 0,73% a una máxima del 3,48%, al coger un ritmo vertiginoso las previsiones de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Los principales índices de bonos generales han bajado en torno a un 15%, una caída espeluznante para esta clase de activos. Los inversores han estado ajustando sus previsiones sobre las acciones de la Reserva Federal constantemente. Esto ha desencadenado una fuerte volatilidad y se espera incluso que los tipos de interés de la Reserva Federal lleguen al 4% en 2023.

El dólar americano se ha revalorizado fuertemente con el giro agresivo de la Reserva Federal

La principal tendencia observada en los mercados de divisa este año ha sido la revalorización del dólar americano. El cambio tan agresivo de la Reserva Federal ha sustentado la revalorización del dólar, al igual que el entorno de aversión al riesgo (risk-off) que suele subir el valor de la divisa estadounidense. El contraste tan pronunciado entre la política tan acomodaticia del Banco de Japón y la política tan restrictiva de la Reserva Federal ha supuesto este año una depreciación del yen del 15% frente al dólar. El euro también ha perdido terreno ya que la paridad del EUR/USD cayó un 7,5%. El BCE no logra encontrar el equilibrio óptimo entre su batalla contra la inflación y el mantenimiento de la estabilidad en los mercados de bonos de la zona euro bajo la amenaza de una ampliación excesiva de los spreads de deuda de países periféricos. Por último, el Banco Nacional Suizo acaba de sorprender a los mercados con una subida de los tipos del 0,5%, lo que acerca la paridad del franco con el euro.

Los precios de la mayoría de las materias primas han seguido subiendo

El repunte de las materias primas ha proseguido en 2022. Se ha acelerado la tendencia ascendente que llevan mostrando varias materias primas desde el inicio de la guerra en Ucrania. Los precios de la energía y la alimentación se han visto afectados sobremanera por el gran peso de las exportaciones de Rusia y Ucrania. La reticencia, y en cierta medida la incapacidad, de los países de la OPEP a aumentar la producción del crudo, unida a las sanciones de la Unión Europea sobre el petróleo ruso, también ha fomentado la subida de los precios del petróleo. El precio del oro cotiza cerca de las cifras vistas a principios de año dado que la ventaja de su condición de activo refugio se ha visto contrarrestada por la subida de los tipos de interés reales y la solidez del dólar estadounidense.

PREVISION DE LOS MERCADOS

Los bancos centrales seguirán luchando contra la inflación

Los bancos centrales tardaron mucho en admitir que habían infravalorado la amenaza de las presiones inflacionistas, pero en sus últimos comunicados transmitieron que ya no albergan dudas sobre los pasos a seguir. La subida de la Reserva Federal americana de sus tipos un 0,75% en junio para situarse entre el 1,50% y el 1,75% supuso el paso más grande desde 1994 y en general se espera otra subida del 0,75% en julio. Los mercados prevén ahora que el tipo de los fondos de la Reserva Federal cierre 2022 en el 3,5% y que el tipo terminal se acerque al 4% en 2023. A la luz de las constantes revisiones de las expectativas de los mercados desde principios de año, esperamos que no haga falta volver a subir las previsiones actuales. La estabilización de los mercados de bonos supondría un gran paso hacia la fuerte recuperación de la confianza de los mercados. Al Banco Central Europeo le espera un período muy duro y queda por ver si podrá vencer a la inflación a la vez que evita la indeseable tensión en los mercados de bonos de la zona euro. Seguimos sin saber cuándo tendrá el Banco de Japón que alejarse de su postura tan acomodaticia y esto podría seguir fomentando la volatilidad de los mercados.

La preocupación por la inflación dominará los mercados a corto plazo

La batalla de los bancos centrales contra la inflación es el mayor factor que determina el rumbo de los mercados en la actualidad. Lamentablemente, al igual que con muchos otros problemas importantes, es muy difícil predecir la trayectoria de la inflación con un alto grado de seguridad. Para ciertos componentes de la inflación, es probable que los efectos base sean de más ayuda, puesto que el ritmo de las subidas de precios de este año es insostenible. Algunos trastornos originados en la pandemia, como los problemas de suministro, bajos inventarios y los precios de transporte más caros, deberían empezar a desaparecer y el endurecimiento de los bancos centrales se traducirá en la ralentización de la actividad económica al afectar a la demanda de bienes y servicios. El comportamiento de los mercados en el segundo semestre del año dependerá en gran medida de la capacidad de los bancos centrales de ralentizar la economía sin llevarla a la recesión. Esto supone un gran reto y la volatilidad de los mercados no se desvanecerá.

INSTRUMENTOS DE DEUDA

La subida de los rendimientos de la deuda soberana de los países del G-7 se ralentizará

Esperamos que los rendimientos de la deuda soberana de los países del G-7 sigan aumentando en lo que queda de año, pero a un ritmo mucho más lento. Podemos imaginar perfectamente un escenario en el que el rendimiento de los bonos del Estado americano a 10 años acabará negociándose a su cota máxima, entre el 3,75% y el 4%, antes de empezar a caer, dado que el rendimiento a 10 años siempre ha tocado

techo durante ciclos de endurecimiento cerca de la cota máxima del tipo de los fondos de la Reserva Federal. Esto explica nuestra decisión de no aumentar la asignación a deuda soberana por ahora. Ya se han ampliado considerablemente los spreads de créditos, aunque siguen lejos de las máximas observadas en crisis anteriores. Creemos que el crédito ofrece valor en los niveles actuales y que los spreads compensan el riesgo de impago, teniendo en cuenta los sólidos fundamentos corporativos; por tanto, nos complace mantener nuestras posiciones actuales.

RENTA VARIABLE

La previsión para la renta variable sigue siendo incierta pero el precio ya refleja muchas noticias malas

La previsión para los mercados de renta variable sigue siendo complicada. Otra subida del rendimiento real seguiría siendo desfavorable y las previsiones para el crecimiento de los beneficios corporativos podrían resultar ser demasiado optimistas. No obstante, las cotizaciones ya reflejan una ristra de malas noticias y el sentimiento de mercado es exageradamente pesimista, en nuestra opinión. Algunos segmentos del mercado han pasado de estar sobrevalorados a infravalorados y el posicionamiento de los inversores en el

mercado es bastante infraponderado, así que cualquier mejora del sentimiento podría desencadenar un repunte por alivio. Por esto nuestra asignación a renta variable es neutral y sigue estando bien diversificada.

Ante las condiciones actuales de los mercados, es probable que las estrategias más defensivas sigan ofreciendo un rendimiento superior, como la inversión en empresas menos cíclicas, los activos inmobiliarios, el sector de la salud, la renta variable de valor y las empresas de calidad. También nos gusta la descorrelación que ofrece la renta variable de los mercados "frontier", sobre todo porque sus valoraciones siguen siendo muy atractivas

MERCADO DE DIVISAS

La apreciación del dólar americano está probablemente cerca de su fin

A corto plazo, el dólar debería estar bien respaldado dada la alta volatilidad del mercado y la determinación de la Reserva Federal a reducir los niveles de inflación mediante una desaceleración significativa de la economía americana. Ya

se reflejan en los precios muchos factores favorables, pero el dólar está muy por encima de su paridad del poder adquisitivo y el mercado ya está posicionado muy largo en el dólar, por lo que su potencial alcista parece algo limitado desde los niveles actuales. Aumentamos nuestra asignación al dólar para las carteras no denominadas en USD en marzo pero sigue siendo infraponderada.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2022

EFFECTIVO (4%)

Neutral

La asignación a efectivo es ahora neutral frente a la infraponderada de principios de año. Este nivel de efectivo refleja una previsión más prudente para los activos de riesgo, dado que redujimos algunas exposiciones a renta variable en primavera.

INSTRUMENTOS DE DEUDA (27%)

Infraponderación

Nuestra asignación a los instrumentos de deuda es infraponderada desde el año pasado. Redujimos la exposición a esta clase de activos por un rendimiento en mínimos históricos, unos spreads ajustados y el creciente riesgo de duración. Nuestra exposición a los bonos con grado de inversión de calidad ha sido infraponderada durante un tiempo, pero hemos mantenido cierta exposición a la parte con mayor calificación del mercado para la construcción de la cartera. Es sorprendente que los fondos con grado de inversión hayan arrojado resultados decepcionantes en el entorno tan tenso que llevamos observando este año. El último período ha sido especialmente duro para los gestores de bonos que nunca antes tuvieron que afrontar tal aplastamiento de las tasas. Nuestro riesgo de duración generalmente bajo en la cartera fue algo favorable, al igual que la capacidad de ciertos gestores de reducir activamente el riesgo aún más. Seguimos expuestos a la deuda corporativa de los mercados emergentes, los bonos de alto rendimiento y los préstamos senior garantizados. En el pasado los gestores de estos fondos han demostrado con creces que saben gestionar el riesgo y captar oportunidades tras épocas de tensión en los mercados. Confiamos en su capacidad de sortear este próximo período, sobre todo por la alta probabilidad de que se acentúe la dispersión del mercado.

Hemos mantenido nuestras asignaciones a bonos convertibles y fondos de bonos sin restricciones. Pese a ser generalmente defensivas en su posicionamiento y duración, estas estrategias flexibles han sido duramente golpeadas por las pérdidas observadas en todos los segmentos del mercado.

RENTA VARIABLE (51%)

Neutral

La exposición a renta variable es ahora neutral tras el recorte de algunas exposiciones en marzo y dados los movimientos

de los precios en el mercado. También pasamos de usar estrategias de crecimiento en mercados emergentes y renta variable mundial a optar por el aumento de la asignación a títulos más orientados al valor. Esto resultó ser un acierto, dado que las nuevas posiciones nos han traído resultados muy superiores a las que abandonamos. Por desgracia debemos admitir que algunas de nuestras estrategias más activas produjeron resultados decepcionantes tras años obteniendo un valor alfa excepcional. Nuestra estrategia de inversión a largo plazo implica que seguimos confiando en reproducir nuevamente alfa.

En términos relativos, vemos mucho valor en varias áreas de renta variable. La renta variable en Europa, Reino Unido, Japón, mercados emergentes y mercados frontera parece ser ahora muy atractiva frente a las medias registradas en el pasado y las small-caps americanas cotizan ahora por debajo de las large-caps, algo casi inaudito. Así que, aunque sea difícil saber con total certeza que la renta variable repuntará en el segundo semestre, pensamos que el riesgo de pérdida en estas posiciones será limitado. El principal mensaje que queremos transmitir es que invertimos a largo plazo y nuestra asignación a renta variable sigue estando bien diversificada en todas las regiones, los estilos de inversión y las capitalizaciones bursátiles.

MATERIAS PRIMAS (3%)

Neutral

Nuestra exposición directa a las materias primas se reduce al oro físico. El principal motivo de esta inversión es la diversificación de las carteras y como cobertura contra el riesgo de cola (tail risk) de las carteras. Aunque el precio del oro podría seguir afrontando turbulencias a modo de tipos de interés reales más altos, nos sentimos cómodos con esta posición estratégica.

FONDOS ALTERNATIVOS (15%)

Sobreponderación

La asignación a fondos alternativos (hedge funds) es sobreponderada desde 2021, tras la incorporación de estrategias neutrales en los mercados. En una época en que los bonos no logran ofrecer su protección habitual frente a la caída de la renta variable, los fondos alternativos nos han aportado ventajas de diversificación y, en algunos casos, han llegado a contribuir positivamente.

TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS, 2º SEMESTRE DE 2022

Para nuestras cuentas equilibradas, aplicamos la

siguiente tabla:

	ASIGNACIÓN	JULIO 2022
DEPOSITOS A CORTO PLAZO	0 - 20%	4%
INSTRUMENTOS DE DEUDA	15 - 55%	27%
Bonos con grado de inversión	5 - 45%	7%
Bonos de alto rendimiento y de mercados emergentes	0 - 20%	11%
Bonos especializados	0 - 15%	9%
RENTA VARIABLE	20 - 60%	51%
Mercados desarrollados	15 - 50%	42%
Mercados emergentes	0 - 30%	9%
MATERIAS PRIMAS	0 - 15%	3%
Oro físico	0 - 5%	3%
Otras materias primas	0 - 10%	0%
FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)	0 - 25%	15%
		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

65, rue du Rhône — CH-1204 Genève — Case postale — CH-1211 Genève 3 — T +41 22 552 83 00

FFGG.COM