

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN EN 2023

ENERO DE 2023

ÍNDICE

RESUMEN DE NUESTRAS PREVISIONES	1
2022: REPASO DE NUESTRA TEMATICA DE INVERSIÓN	2
2022: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS	3-6
2022: LOS MERCADOS FINANCIEROS	7-12
Renta variable	7-8
Materias primas	9
Instrumentos de deuda, divisas	10-11
Fondos alternativos (hedge funds)	12
2023: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	13-15
2023: PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	16-18
2023: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS	19-23
Instrumentos de deuda	19
Renta variable	19
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

2022 ha sido uno de los años más duros de la historia para los inversores

Este último año ha sido realmente brutal para los inversores. El endurecimiento de las políticas monetarias no sorprendió a nadie pero fue mucho más duro y dañino de lo que se esperaba en muchas clases de activos. El apresurado endurecimiento de las políticas monetarias ante la constante presión inflacionaria y la guerra en Ucrania fueron los mayores causantes del fuerte debilitamiento de los mercados. La política china «Covid Cero» también atizó otro golpe dado que su economía se comportó mucho peor de lo previsto. En un entorno de aversión al riesgo (*risk-off*) apenas quedaban sitios donde refugiarse y esto se reflejó en los penosos resultados de los bonos del Tesoro que se suelen considerar como activos más seguros. La volatilidad de los mercados de renta fija llegó a niveles críticos y siguió siendo muy alta durante la mayor parte del año. Esta tensión salpicó a otras clases de activos y el mayor grado de correlación entre renta variable y renta fija supuso que la diversificación no sirvió para proteger bien a los inversores de pérdidas en las carteras.

El vertiginoso ritmo del endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal

2022 será recordado como el año en que la era de las políticas monetarias exageradamente acomodaticias llegó a su fin. Desde la Gran Recesión, los principales bancos centrales fueron bajando sus tipos de interés a cero o incluso a cifras negativas. Los inversores ya se esperaban la subida de los tipos de interés y la contracción de los balances de los bancos centrales en 2022, pero no estaban preparados para lo que ocurrió realmente. El cambio de la Reserva Federal de una política monetaria exageradamente complaciente a una muy restrictiva se produjo en tan solo unos meses, dado que crecieron rápidamente las subidas, del 0,25% en marzo al 0,75% en las siguientes cuatro reuniones del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) celebradas entre junio y noviembre. El banco central estadounidense subió sus tipos de interés un 4,25% en 2022 para situarse entre el 4,25% y el 4,50% y aunque otros

bancos centrales principales siguieron sus pasos, lo hicieron a un ritmo más pausado. Las últimas decisiones con respecto a los tipos de interés y los comunicados de los principales bancos centrales han confirmado su política restrictiva y su empeño en bajar la inflación.

Los inversores siguen centrados en las tendencias de la inflación y la geopolítica

Se espera un menor crecimiento del PIB en 2023 con un alto riesgo de que la economía mundial entre en recesión dado que las expectativas de crecimiento de los Estados Unidos y Europa son entre muy bajas y negativas. Gran parte dependerá del ritmo de deceleración de la inflación y de la trayectoria de las subidas de los tipos de interés. La tarea de los bancos centrales a través del mundo es extremadamente exigente y los riesgos de provocar daños por una política equivocada son mucho mayores de lo normal. Las perspectivas económicas podrían mejorar si China finalmente logra reabrir su economía con éxito. Las amenazas geopolíticas permanecen elevadas. Hay muchos focos de tensión en el mundo pero no se puede descartar la posibilidad de que se produzca algún acontecimiento positivo aunque no tengamos muchas esperanzas.

Ante el alto grado de incertidumbre seguimos siendo precavidos en la asignación de activos

El endurecimiento de las políticas monetarias ha eliminado ciertas distorsiones y excesos de los mercados observados en los últimos años, lo que implica que los ratios fundamentales deberían cobrar más relevancia ahora que ha terminado la era del dinero fácil. Las valoraciones han mejorado en la mayoría de las clases de activos, pero sigue persistiendo la incertidumbre en muchas cuestiones. Pese a la caída del año pasado, la renta variable sigue atravesando turbulencias. Esto justifica en gran medida por qué nos aferramos a nuestra sobre ponderación en estrategias alternativas y por qué hemos incrementado nuestra exposición a la renta fija hace poco dada la mejora de su perfil rentabilidad/riesgo.

2022: REPASO DE NUESTRA TEMÁTICA DE INVERSIÓN

Ciertos acontecimientos impredecibles echaron por tierra nuestro escenario base

Al repasar nuestras previsiones para los mercados de capitales de 2022 es evidente que, aun siendo precavido, nuestro pronóstico del rendimiento de los mercados financieros resultó ser exageradamente optimista. No contamos con la guerra en Ucrania y obviamente este tremendo acontecimiento añadió una prima de riesgo a casi todas las clases de activos. La estricta gestión de la pandemia en China también fue otro problema que se alargó mucho más de lo previsto. Esto añadió a los trastornos de las cadenas de suministro y repercutió en las presiones inflacionarias. Aunque nuestra suposición de que las valoraciones de la renta variable seguirían decayendo fue acertada, confiábamos en que la renta variable encajaría mejor el golpe con la ayuda de los fuertes beneficios corporativos y las recompras corporativas. Efectivamente, los beneficios resultaron ser resistentes, pero el golpe de la política monetaria tan restrictiva de la Reserva Federal fue demasiado duro y no anticipamos un giro tan radical del banco central estadounidense. Pensábamos que el dólar estadounidense seguiría apreciándose, pero no tan rápido. En cuanto a la selección de fondos, fue un año muy contrastado. Algunas estrategias tuvieron mucho éxito y produjeron un rendimiento superior al del índice de su mercado, mientras que otras produjeron un rendimiento muy inferior y en general se observó una gran dispersión de los rendimientos. La estrategia de seguimiento de tendencias, la renta variable *long/short* y la renta fija *long/short*, la renta variable defensiva y las acciones de valor europeas produjeron los mejores resultados. En cambio, las empresas de pequeña capitalización, las empresas de crecimiento, los bonos de larga duración y la renta variable china fueron los que más perdieron.

Nuestra decisión de aumentar la asignación en fondos alternativos (*hedge funds*), ya en 2021, resultó ser favorable, tanto para la rentabilidad como para la volatilidad de las carteras. Seguimos aumentando nuestra exposición a fondos alternativos en 2022 y resultó ser una decisión valiosa. La

exposición al oro también fue beneficiosa, tanto para la conservación de capital como para la diversificación de las carteras.

Nuestra postura precavida en renta fija volvió a ser demasiado optimista

Nuestra inversión en renta fija lleva mucho siendo infraponderada tras reducirla un 9% en 2021 para aumentar la inversión en fondos alternativos. A comienzos de 2022 no nos gustaba la deuda pública pero éramos más constructivos con respecto a la deuda corporativa por la búsqueda continuada de rendimiento positivo, indicadores técnicos favorables y ratios fundamentales corporativos fuertes. Se dejaron de lado estos factores cuando los diferenciales crediticios aumentaron significativamente y las tasas de interés libres de riesgo crecieron considerablemente. Ahora bien, desde el verano, los mercados se estabilizaron en cierta medida y esta clase de activos está recuperando el interés de los inversores, siendo los créditos con grado de inversión el segmento más atractivo del mercado.

La diversificación de carteras no sirvió de nada ante la correlación de activos tan elevada

Se ha debatido mucho la estructura tradicional de las carteras donde la combinación de bonos y renta variable debería en principio aportar cierta seguridad durante los períodos de tensión en los mercados. La solidez de esta estructura en 2022 se puso en duda ya que las pérdidas de los bonos fueron serias en todos los segmentos del mercado y su rentabilidad fue a menudo tan decepcionante como la de la renta variable, lo que se tradujo en un nivel de correlación superior a lo normal. El efectivo, los activos alternativos, el oro y las divisas sí que ayudaron a apaciguar algo las dudas sobre la diversificación de las carteras, pero creemos que las clases de activos tradicionales volverán a estar menos correlacionadas este año. Al poner punto final a las políticas de tipos de interés cero, hay muchas más probabilidades de que sea así.

2022: ACONTECIMIENTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICOS

Las continuadas dificultades económicas se acentuaron con la guerra de Ucrania y la política china contra el COVID

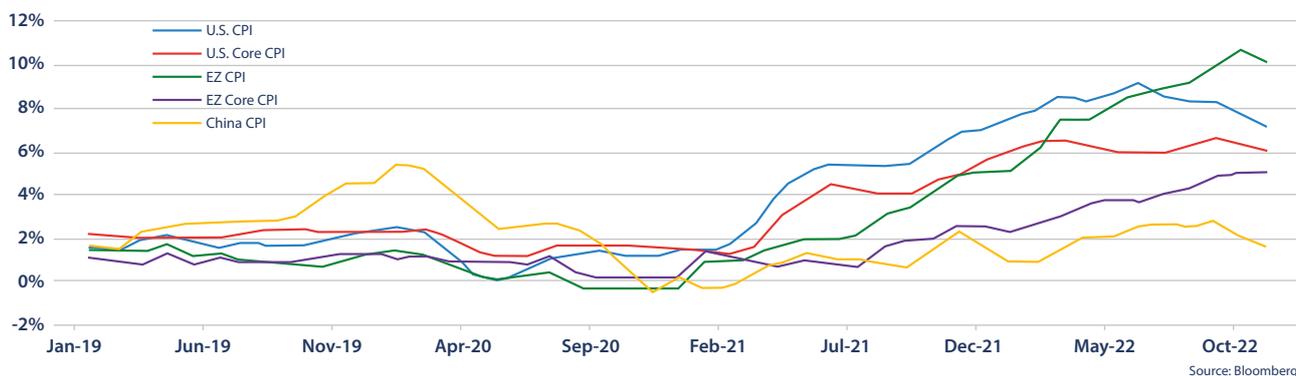
La economía mundial se ralentizó mucho más de lo previsto en 2022. La frágil recuperación de 2021 precedió una serie de desgracias el año pasado cuando los riesgos de pérdidas se materializaron. La invasión rusa en Ucrania desencadenó una crisis humanitaria y contribuyó a una fuerte desaceleración del crecimiento al acentuar las presiones inflacionarias sobre el combustible y la alimentación. También agravó los trastornos en el comercio y en las cadenas de suministro que había provocado la pandemia y detonó una crisis energética en Europa. El endurecimiento de las condiciones financieras por las políticas monetarias tan restrictivas de los principales bancos centrales fue mucho mayor de lo esperado en las economías desarrolladas. Por último, la ralentización en China fue peor de lo previsto por su política «Covid Cero» y esto supuso que las proyecciones de crecimiento para el país y la región resultaran ser exageradamente optimistas. Todo esto empujó a las principales entidades a rebajar consistentemente sus previsiones de crecimiento para la economía mundial en 2022. El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial rebajaron sus previsiones de enero un 1,2%, del 4,4%

y el 4,1% al 3,2% y el 2,9% respectivamente, lo que refleja lo rápido que se deterioró la previsión para la actividad económica.

Las presiones inflacionarias se han afianzado más de lo esperado

Al igual que en 2021, la inflación fue el tema más comentado del año pasado en los mercados financieros. Los principales bancos centrales creyeron al principio que la inflación sería transitoria pero se equivocaron de pleno. Las presiones inflacionarias siguieron creciendo rápidamente y llegaron a cifras que no veíamos desde los años ochenta. El encarecimiento de las materias primas y el transporte, los trastornos en el suministro cuando estalló la demanda de productos manufacturados y las subidas salariales contribuyeron a la subida tan pronunciada de la inflación. Hace poco empezaron a remitir las presiones gracias a los efectos base positivos, la bajada de precios de las materias primas, la importante caída de los costes de transporte de mercancías y la menor demanda de bienes por el golpe a la renta disponible. La cuestión primordial no es si la inflación seguirá menguando sino en qué cifra acabará por estabilizarse.

La inflación ha empezado a caer



El gráfico muestra que la inflación siguió subiendo rápidamente en Estados Unidos y la zona euro durante la primera mitad del año. Aunque la inflación estadounidense empezó a caer a partir del verano, la situación de la zona euro

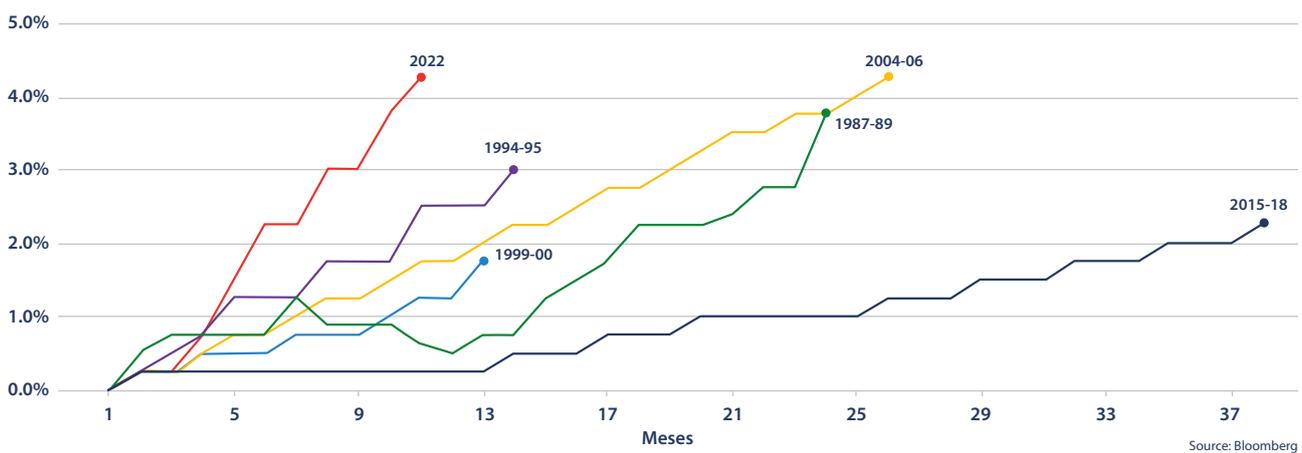
fue a peor al agravarse el impacto de la guerra en Ucrania sobre los precios de la alimentación y la energía y por el debilitamiento de la divisa.

Ritmo inaudito del endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal

2022 será recordado como el año en que la era de las políticas monetarias exageradamente acomodaticias llegó a su fin. Desde la Gran Recesión, los principales bancos centrales fueron bajando sus tipos de interés a cero o incluso a cifras negativas. Bien es cierto que la Reserva Federal llevaba intentando normalizar los tipos desde 2015, pero tuvo que volver a rebajarlos en 2019 cuando la economía estadounidense se ralentizó. Bajó los tipos a cero en dos reuniones de emergencia cuando estalló la pandemia del coronavirus en el primer trimestre de 2020. Tras dos años sin subidas ni bajadas de los tipos, los inversores ya se esperaban cierto endurecimiento monetario en 2022 mediante la combinación de tipos de interés más altos y

la contracción de balances, pero no estaban preparados para lo que vino después. Una vez que la Reserva Federal reconoció que se había equivocado totalmente con sus previsiones de inflación, el consiguiente cambio de política fue tan radical que desencadenó una venta masiva en todos los segmentos de los mercados de bonos. El banco central estadounidense subió sus tipos un 4,25% en 2022 para situarse entre el 4,25% y el 4,50% y aunque otros bancos centrales siguieron sus pasos, lo hicieron a un ritmo más pausado. Las últimas decisiones con respecto a los tipos de interés y los comunicados de los principales bancos centrales han confirmado su postura defensiva frente a la inflación y han obligado a los mercados a ajustar sus expectativas.

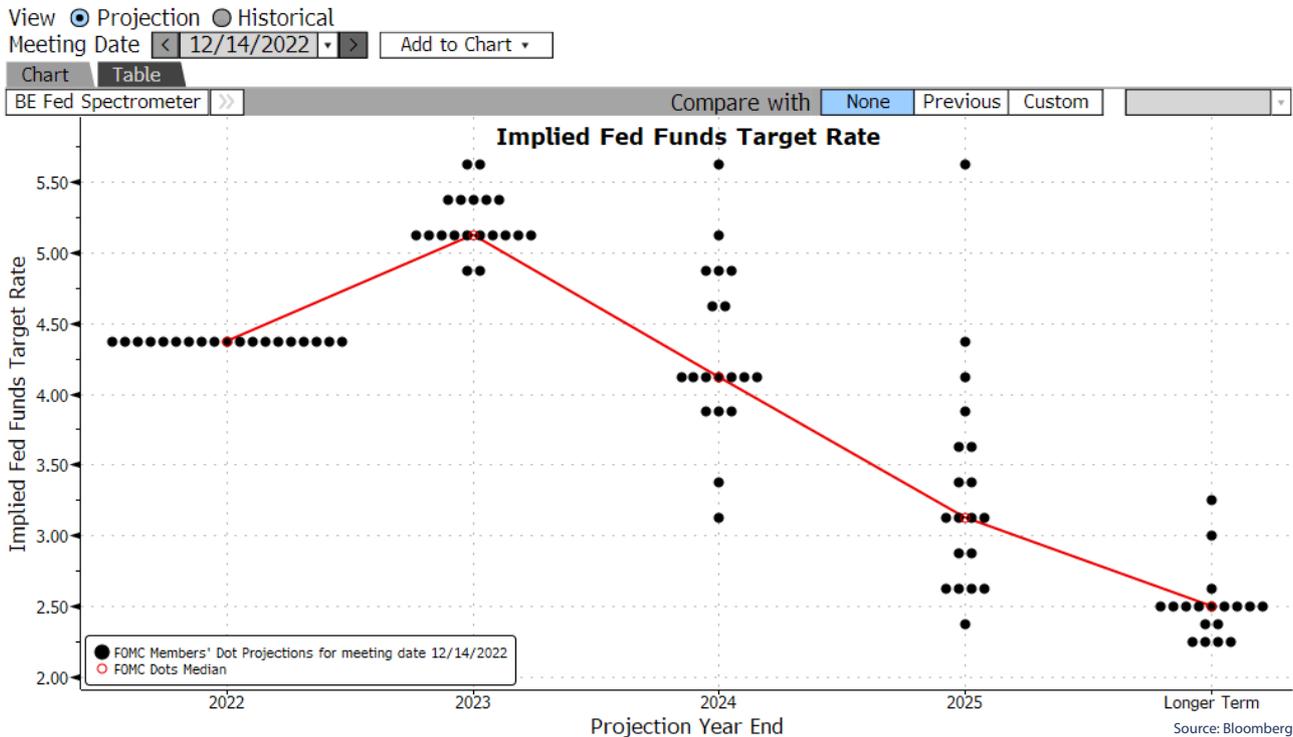
La variación de la tasa de los fondos federales (Fed fund) desde que empezaron las subidas (puntos %)



La gráfica muestra que el ritmo al que la Reserva Federal endureció su política en 2022 ha sido mucho mayor que en periodos pasados de endurecimiento monetario. El cambio de la Reserva Federal de una política monetaria exageradamente acomodaticia a una muy restrictiva se produjo en tan solo unos meses, dado que se incrementaron rápidamente las subidas del 0,25% en marzo al 0,75% en las siguientes cuatro reuniones del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC)

celebradas entre junio y noviembre. El objetivo del banco central no fue solo combatir la inflación sino también recuperar la credibilidad de los mercados después de reconocer su enorme error al subestimar los riesgos de inflación. Los inversores se habían acostumbrado tanto a tipos de interés bajísimos o incluso negativos que llegaron a olvidarse que los tipos podían subir tan repentinamente y la corrección de los mercados de bonos fue inaudita.

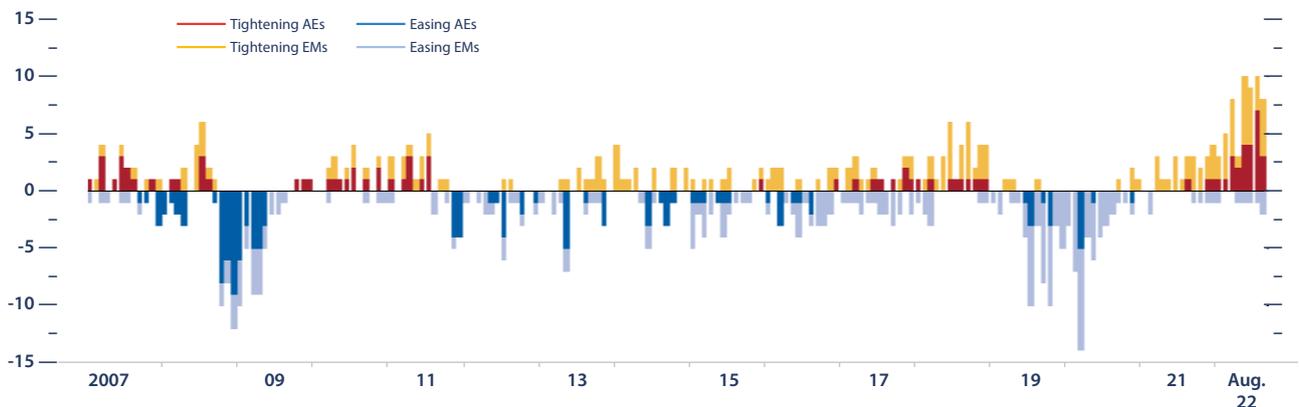
La Reserva Federal apunta a un tipo más alto durante más tiempo para sus fondos



El dot plot o gráfico de puntos de la Reserva Federal, que utiliza el banco central estadounidense para indicar su previsión de la trayectoria de los tipos de interés, muestra que los miembros de la institución prevén tres subidas del tipo de los fondos federales en 2023, hasta el 5% o 5,25%, según las proyecciones medias. Estas proyecciones también muestran que los miembros de la Reserva no esperan bajadas de los

tipos en 2023, al contrario que los mercados que anticipan dos recortes del 0,25%. Como recuerdo de lo radical que fue el cambio de política de la Reserva Federal el año pasado, los miembros de la Reserva, en diciembre de 2021, solo tenían proyectadas tres subidas de los tipos del 0,25% en 2022 para situarse entre el 0,75% y el 1%, en comparación con el rango actual que se sitúa entre el 4,25% y el 4,50%!

Bancos centrales del G20 que endurecieron sus políticas frente a los que las relajaron



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
 Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging market economies.

La gráfica muestra el cambio radical en el ciclo de la política monetaria en las economías del G20 en 2022 y el hecho de que fue cada vez más sincronizado por todo el mundo. La mayoría de los bancos centrales endurecieron su política pero

es interesante notar cómo algunos mercados emergentes lograron recortar los tipos el año pasado porque actuaron antes para contener la presión inflacionaria.

Se ha mitigado la tensión en las cadenas de suministro mundiales

El nivel de tensión en las cadenas de suministro mundiales fue aminorando a lo largo del año pasado aunque sigue muy por encima de los niveles de antes de la pandemia del COVID. A principios de año, las cadenas de suministro mundiales vieron caer el nivel de tensión tras el pico de diciembre de 2021 pero volvieron a intensificarse hasta abril ya que las medidas de confinamiento en China por el coronavirus y la guerra en Ucrania retrasaron las entregas. La subsiguiente

mejora se debió en su mayoría a la fuerte caída de los precios de transporte de mercancías marítimo y aéreo, tiempos de entrega más cortos y mucha menos congestión en los puertos de todo el mundo. Esta tendencia también refleja la caída de la demanda de bienes, con un descenso del número de contenedores importados, dado que la alta inflación afecta al poder adquisitivo.



La gráfica muestra que el Índice de Presión de la Cadena de Suministro Global (GSCPI) de Nueva York ya ha bajado más del 75% tras la máxima de diciembre de 2021, pero no llega aún a las cifras previas a la pandemia. El índice incluye datos sobre el coste

de transporte e indicadores de manufactura para proporcionar una estimación de las condiciones de las cadenas de suministro globales.

CONCLUSIONES

Las principales conclusiones que podemos sacar de los acontecimientos económicos y políticos del año pasado es que la recuperación de la economía mundial en 2022 se quedó muy a la zaga de las expectativas. Las presiones inflacionarias continuadas se acentuaron con la invasión rusa en Ucrania y demostraron ser mucho más persistentes de lo previsto. China no logró volver a encarrilar su economía, mientras que las políticas monetarias de la mayoría de los bancos centrales fueron mucho más agresivas de lo esperado. Todo esto ha derivado en una crisis del coste de

la vida y una oleada de preocupaciones por el suministro energético en Europa. Las tensiones geopolíticas también han seguido creciendo y la falta de relaciones diplomáticas profundas en un momento en que tanta falta hacen es un gran motivo de preocupación para el comercio y las inversiones. Pero no todo es malo: las presiones inflacionarias han empezado a debilitarse, los mercados laborales han demostrado ser resistentes y los trastornos en las cadenas de suministro han disminuido significativamente.

2022: LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los inversores no recordarán 2022 con cariño porque ha sido un año francamente brutal para los mercados de capitales. Las presiones inflacionarias, la guerra en Ucrania y el rápido endurecimiento de las políticas monetarias fueron los mayores determinantes del gran debilitamiento de los mercados. En un entorno de aversión al riesgo (*risk-off*) apenas quedaban sitios donde refugiarse y esto se reflejó en los penosos resultados de

los bonos del Tesoro que se suelen considerar los activos más seguros. La volatilidad de los mercados de bonos llegó a niveles críticos y siguió siendo muy alta durante la mayor parte del año. Esta tensión salpicó a otras clases de activos y el mayor grado de correlación entre las rentas variables y la renta fija supuso que la diversificación no sirvió para proteger bien a los inversores de pérdidas en las carteras.

RENDIMIENTO EN 2022

	Cierre 2021	Cierre 2022	Rentabilidad en 2022
RENTA VARIABLE			
S&P 500	4.766,2	3.839,5	- 19,4%
Euro Stoxx 50	4.298,4	3.793,6	- 11,7%
MSCI EM	1.232,0	956,4	- 22,4%
RENTA FIJA			
UST 10 años	1,51%	3,88%	+ 237 pb
Bund 10 años	- 0,18%	2,57%	+ 275 pb
UE BBB	0,95%	4,42%	+ 347 pb
DIVISAS			
EUR/USD	1,137	1,071	- 5,8%
USD/CHF	0,913	0,925	+ 1,3%
GBP/USD	1,353	1,208	- 10,7%
USD/JPY	115,1	131,1	+ 13,9%
EUR/CHF	1,038	0,990	- 4,6%
MATERIAS PRIMAS			
CRB Index	232,4	277,7	+ 19,5%
Petróleo, WTI	75,2 \$	80,3 \$	+ 6,8%
Oro	1.829 \$	1.824 \$	- 0,3%

Source: Bloomberg

RENTA VARIABLE

Los mercados de renta variable se guiaron más por el sentimiento y las expectativas de los mercados respecto de las políticas monetarias que por los ratios fundamentales de las empresas en 2022. Prosiguió la bajada de valoraciones que empezó en 2020 pese a que el sector corporativo demostrara una gran resistencia, dado que la mayoría de las empresas lograron trasladar la subida de costes y mantener sus márgenes. El ratio precio/beneficios a plazo de la renta variable mundial cayó efectivamente al estar en torno a 18x a finales de 2021 y cerca de 15x un año más tarde. De hecho,

la renta variable estadounidense se valora ahora en casi 16,6 veces los beneficios estimados para los próximos doce meses frente a 21,7x hace un año. El PER a 12 meses vista de la renta variable europea y japonesa cayó de 16,1x a 14,4x y de 12,3x a 12,4x respectivamente. En cuanto al estilo de inversión, los títulos valor obtuvieron mejores resultados que los de crecimiento, mientras que los sectores con más éxito fueron el de energía, bienes de consumo y asistencia sanitaria y los más decepcionantes fueron el de tecnología, servicios de comunicación y bienes de consumo cíclico.

Índice MSCI World Local



Los mercados de renta variable mundiales empezaron 2022 con mal pie, en gran parte debido al tono cada vez más beligerante de la Reserva Federal, pero también por la falta de visibilidad en muchas cuestiones primordiales. Las presiones inflacionarias, los trastornos en las cadenas de suministro, la pandemia y la situación en la frontera ucraniana fueron algunas de las adversidades más agresivas que tuvieron que afrontar los mercados de renta variable al principio. La pronunciada subida del rendimiento de los bonos fue especialmente perjudicial para los títulos crecimiento y así siguió durante la mayor parte del año. A los mercados de renta variable les costó adaptarse al ritmo tan rápido que llevó la Reserva Federal en las subidas de

los tipos de interés y lidiar con la enorme volatilidad de los mercados de bonos. Sin embargo, el mercado bajista de la renta variable fue interrumpido por varios repuntes, gracias en parte a la publicación de unos beneficios corporativos sólidos y también por la caída del rendimiento de los bonos a largo plazo durante ciertos periodos. Esta caída de los rendimientos a largo plazo se observó en junio, julio y a finales de octubre, lo que favoreció los resultados de la renta variable durante esos meses. Se debe también recordar que el sentimiento del mercado estaba por los suelos, con posicionamientos muy defensivos, y estos factores contribuyeron al repunte de los mercados durante el último trimestre.

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

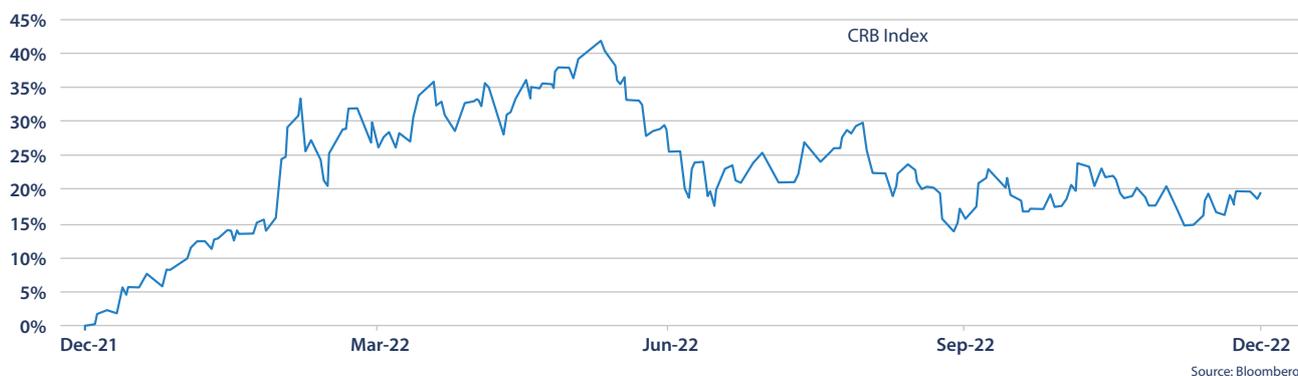


Tal y como se observa en este gráfico, el índice Euro Stoxx 50 logró por fin superar los resultados de los índices S&P 500 y MSCI EM en 2022 pese a haber registrado sus pérdidas más graves en el primer trimestre del año. La baja exposición del Euro Stoxx al sector informático fue una de las causas de su éxito, al igual que el débil rendimiento de las mega-caps estadounidenses. Alphabet, Amazon, Tesla y Meta estaban

entre las peores paradas del S&P, con pérdidas de entre un 39% y 65%, mientras que otros gigantes como Apple y Microsoft cayeron más de un 26%. Los mercados emergentes han atravesado muchas turbulencias por la volatilidad de la renta variable china, pero lograron compensarlo con un cierre de año bueno.

MATERIAS PRIMAS

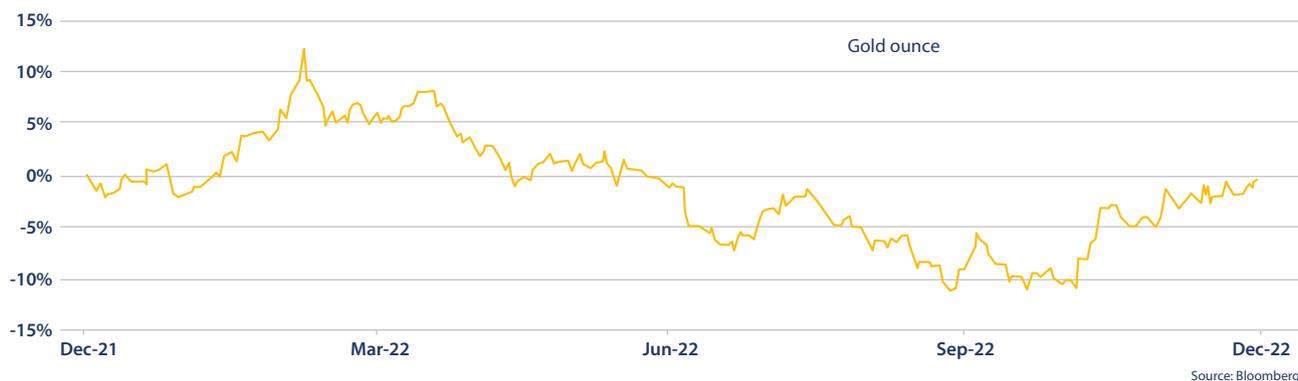
Índice Refinitiv/Core Commodity CRB



El índice Refinitiv/Core Commodity creció un 19,5% en 2022 pero aun así acabó muy lejos del pico que ya se observó en junio. Los precios de las materias primas subieron rápidamente a principios de año cuando las presiones inflacionarias crecieron y se anticipaba la reapertura total de las economías. Los precios de la energía y los metales industriales fueron los que más subieron antes de que la guerra en Ucrania desencadenara la aceleración de las tendencias continuadas. Una especulación financiera más elevada de lo habitual acentuó estas subidas de precios hasta principios de junio, cuando se produjo una reversión importante.

Ha sido un año repleto de altibajos para los precios del petróleo. La tendencia positiva de principios de año precedió una subida brusca de precios por la guerra en Ucrania, lo que suscitó temores en torno al suministro. Cuando los mercados se fueron dando cuenta de que estos temores podrían haber sido exagerados, los precios del crudo empezaron a bajar. Esta tendencia se acentuó con la ralentización de la actividad económica en China arrastrada por las restricciones de su política «Covid Cero». La preocupación por una menor demanda llevó a los países de la OPEP+ a recortar la producción en 2 millones de barriles en octubre, pero aun así los precios del crudo cerraron 2022 muy poco por encima de las cifras de finales de 2021.

Oro



2022 también fue un año complicado para el oro. Los precios del oro se dispararon a principios de marzo (en términos de dólar estadounidense), dado que los inversores se refugiaron en el metal precioso en un entorno de aversión al riesgo. El precio de la onza subió un 13% hasta alcanzar los 2.070 \$ antes de volver a caer progresivamente a las mínimas de principios

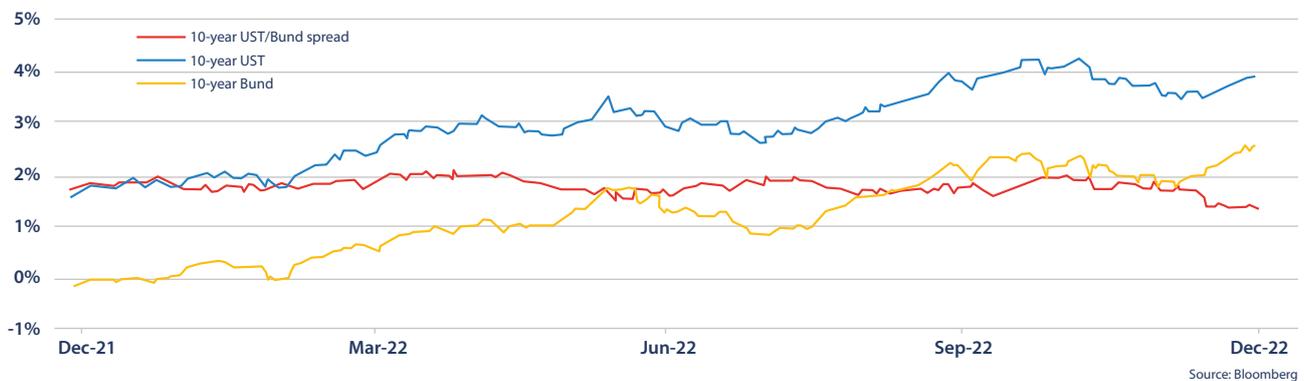
de noviembre (1.616 \$) a causa de tipos de interés reales más altos y un dólar estadounidense más fuerte. A partir de ahí, los precios del oro recuperaron todo el terreno perdido durante el año dado que esas adversidades del rendimiento y el dólar remitieron y los bancos centrales de países emergentes fueron compradores activos.

INSTRUMENTOS DE DEUDA

El crecimiento de los bonos del Estado se prolongó durante la mayor parte de 2022 gracias a que los bancos centrales luchaban contra las presiones inflacionarias implantando políticas monetarias muy restrictivas. La Reserva Federal inició su ciclo de subidas con una subida de los tipos moderada de 25 p.b. en marzo, pero enseguida pisó el acelerador con una subida de 50 p.b. en mayo y otras cuatro grandes subidas de 75 p.b. hasta noviembre. La última reunión del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) de 2022 resultó en una subida de 50 p.b. mientras la Reserva Federal retoma progresivamente el ciclo de subidas más tradicional para 2023. El BCE empezó

a subir los tipos más tarde, pero cuando lo hizo fue en dos tandas, una de 50 p.b. y otra de 75 p.b. Estas políticas tan agresivas dieron pie a la elevada volatilidad de los mercados de bonos, ya que a los inversores les costaba adaptarse a estos cambios tan grandes. El rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años creció del 0,92% de finales de 2021 al 4,24% a finales de octubre antes de volver a caer y cerrar el año en 3,88%. La tendencia más notable fue la inversión de la curva de rendimiento estadounidense. Su rendimiento a 2 años cerró el año 54 p.b. por encima del rendimiento a 10 años, lo que suele indicar que se acerca una recesión.

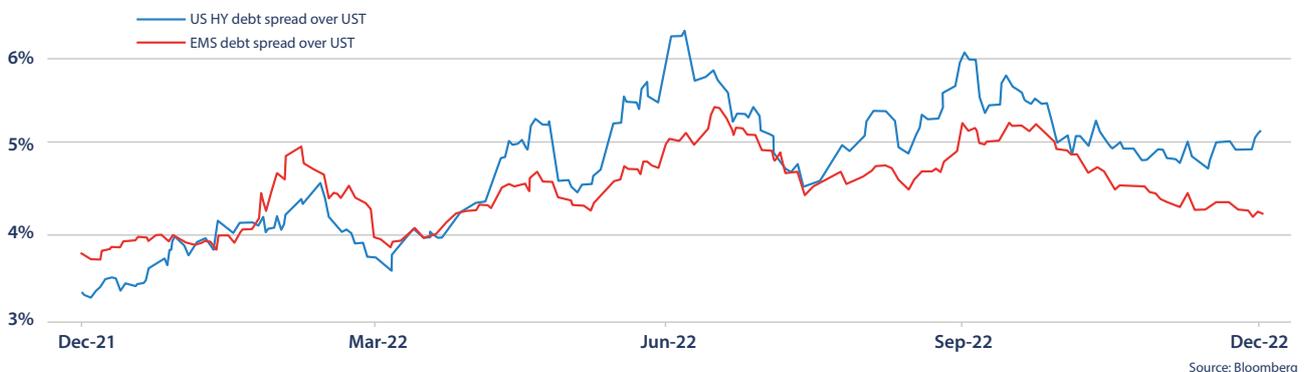
Rendimientos y spreads de los bonos del Estado a 10 años de Estados Unidos y Alemania



La gráfica muestra el comportamiento estrechamente correlacionado de los bonos del Estado americanos y alemanes a 10 años durante la mayor parte del año. Aunque la Reserva Federal inició su agresivo ciclo de endurecimiento mucho antes que el BCE, el spread a 10 años entre los bonos del Tesoro americanos (*Treasury*) y los alemanes (*Bund*) se

mantuvo en general entre el 1,5% y el 1,9%. Recientemente, el spread se ha estrechado dado que el rendimiento de los bonos del Tesoro alemanes ha seguido subiendo a diferencia del estadounidense, ya que descontaron subidas de los tipos de interés por parte del BCE más altas de lo que antes se esperaba.

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



El spread de la deuda de los mercados emergentes aumentó a gran velocidad hasta principios de marzo, en gran medida debido al estallido de la guerra en Ucrania, antes de volver a contraerse rápidamente. A partir de ahí, el spread de la

deuda de países emergentes entró en sincronía con los spreads de alto rendimiento, puesto que los dos se dejaron llevar principalmente por las consideraciones de las políticas monetarias y el sentimiento de los mercados.

Rentabilidad del mercado de instrumentos de deuda en 2022 (USD)

World Government Bond Index Local	- 13,8%
Euro Broad Investment Grade Index	- 17,2%
U.S. Credit AAA	- 10,1%
U.S. Credit BBB	- 15,9%
Global Emerging Market Sovereign	- 18,2%
U.S. High Yield	- 11,0%

Source: Bloomberg

DIVISAS

La principal tendencia observada en los mercados de divisas en 2022 fue la revalorización del dólar estadounidense frente a la mayoría de las divisas, al igual que en 2021. Obviamente, la divisa estadounidense se benefició inmensamente del rápido endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal pero también recibió el sustento de la fuerte demanda de activos seguros y unas relaciones de intercambio más favorables para Estados Unidos a raíz de la crisis energética. Otras divisas principales, como el euro, la

libra y el yen, lidiaron con sus propios problemas y se fueron devaluando continuamente hasta el cuarto trimestre. El real brasileño y el peso mexicano fueron de las pocas divisas líderes que se revalorizaron frente a la divisa estadounidense, mientras que el dólar de Singapur y el franco suizo apenas variaron. Las divisas más perjudicadas, en los cruces principales, fueron el yen japonés, la corona sueca, la corona noruega, la libra esterlina y el dólar taiwanés.



El gráfico muestra que el índice del dólar se mantuvo por encima de los demás durante casi todo el año hasta que empezó a caer en el cuarto trimestre cuando los inversores pensaron que los principales bancos centrales se acercaban a los tipos máximos. El sentimiento del inversor también estaba por los suelos y el dólar fue uno de los mayores perdedores durante un período en que resurgió el apetito por el riesgo. No se limitó al dólar. El euro también sufrió mucho por la

repentina subida de los costes de importación de energía, a la vez que la libra esterlina sufría las repercusiones de decisiones políticas imprudentes y el yen se depreciaba ante la política monetaria acomodaticia continuada del Banco de Japón. El resultado de estos tres movimientos es que la revalorización del dólar implica que está ahora fuertemente sobrevalorado y corre el riesgo de entrar en un período de corrección en algún momento del 2023.

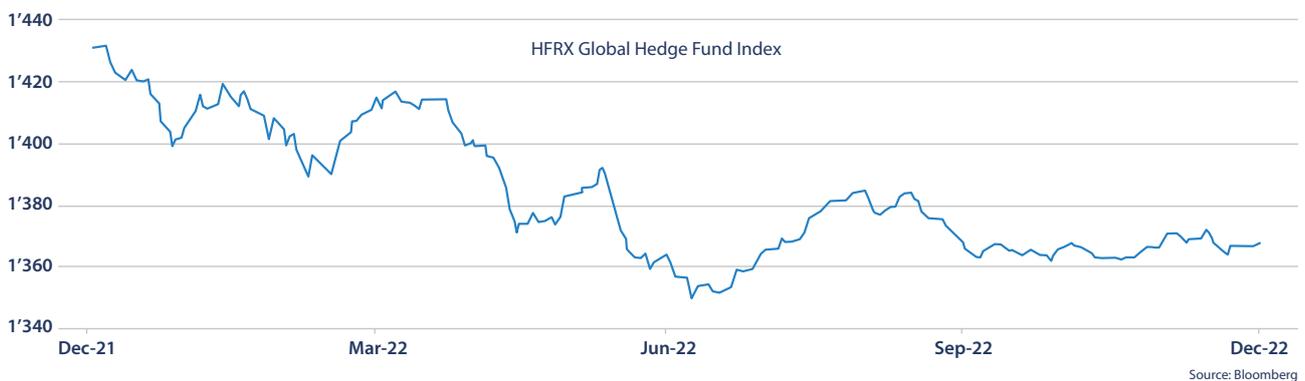
FONDOS ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)

2022 fue un año de altibajos para los gestores de fondos alternativos, dado que ciertas estrategias pudieron aprovechar las operaciones asociadas a la inflación, mientras que otras no conseguían ni siquiera adaptarse al fin del dinero barato. Muchas de las mejores oportunidades se materializaron en las posiciones cortas de la renta fija y algunas empresas cuantitativas han obtenido resultados excelentes gracias a sus estrategias sistemáticas. Los fondos macro multi-estrategia también han salido bien parados, mientras que se ha observado un alto nivel de dispersión en el ámbito de la renta variable *long/short*.

Según los datos Preqin, la industria de fondos alternativos de 4 billones de dólares estadounidenses sufrió por los flujos de salida netos que ascendieron a 75.000 millones en 2022 hasta octubre y puede que esta cifra sea mayor

para finales de año ya que los inversores han rebalanceado sus carteras. Los fondos alternativos centrados en renta variable fueron los más perjudicados por los flujos de salida, dado que los selectores de valores han pasado un año duro y no lograron protegerse suficientemente de las ventas masivas. Aproximadamente un 42% de los fondos alternativos que se liquidaron hasta septiembre estaban centrados en renta variable. El crecimiento de la industria de fondos alternativos también parece haberse estancado. 2022 parece destinado a ser el año en que hubo menos *start-ups* de fondos alternativos a escala mundial desde que Preqin empezó a compilar datos en 2000. En teoría, 2023 traerá condiciones propicias para los fondos alternativos. Los tipos de interés más altos, la mayor volatilidad y la vuelta a los ratios fundamentales deberían ser factores favorables para las estrategias de los fondos alternativos.

Índice HFRX Global Hedge Fund



Source: Bloomberg

Rendimientos de las estrategias de los fondos alternativos en 2022 (*finales de noviembre)

HFRX Global Hedge Fund Index	- 4,4%
HFRX RV FI Convertible Arbitrage Index	- 12,5%
HFRX Multi-Emerging Markets Index	- 7,9%*
HFRX RV FI Corporate Index	- 7,4%*
HFRX Equity Hedge Index	- 3,2%
HFRX Macro Multi-Strategy Index	+ 3,9%*
HFRX Event Driven Index	- 7,3%
HFRX Equity Hedge Short Bias Index	+ 3,6%*
HFRX Macro Systematic Diversified CTA Index	+ 16,9%

Source: Bloomberg

2023: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

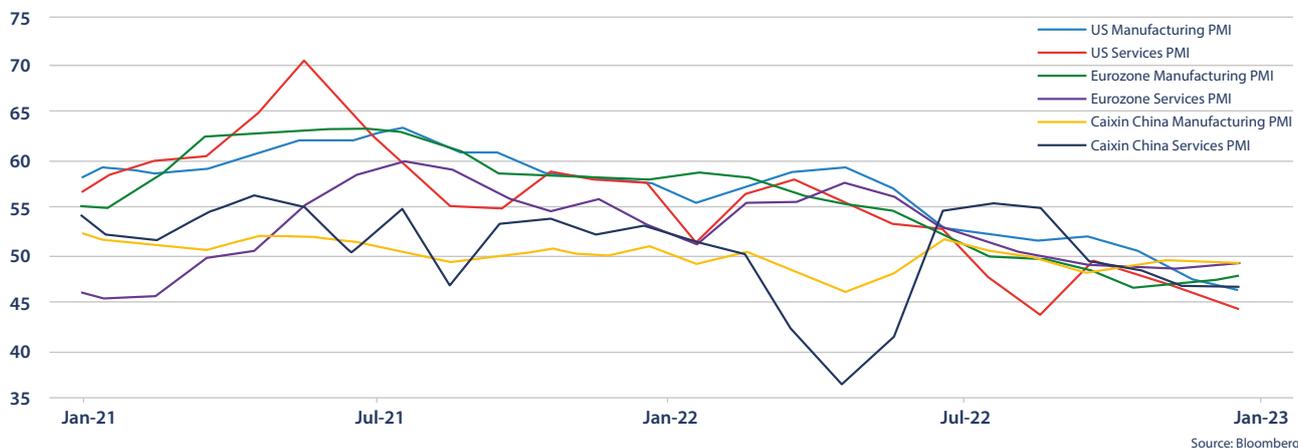
Seguirá la ralentización del crecimiento del PIB mundial en 2023

Las previsiones para la economía mundial siguen decayendo y se espera una deceleración del crecimiento del PIB mundial en 2023. También existe un riesgo importante de que el mundo entre en recesión vistas las expectativas de crecimiento tan bajas o incluso negativas para los Estados Unidos y Europa. Gran parte dependerá del ritmo de deceleración de la inflación y de la trayectoria de las subidas de los tipos de interés. Los bancos centrales de todo el mundo afrontan una misión muy peliaguda al tener que seguir subiendo los tipos de interés para poder bajar la inflación a niveles soportables mientras el crecimiento económico es cada vez más lento. Esto implica que se arriesgan a llevar a sus países a la recesión, sobre todo si los mercados laborales se debilitan y los consumidores son más reacios a gastar. Los riesgos relativos a la crisis energética en Europa han remitido por el momento, pero la posibilidad de

escasez energética sigue suponiendo una amenaza. Como dato optimista, puede que las perspectivas económicas mejoren si China logra por fin reabrir su economía con éxito y si se llega a una resolución pacífica entre Rusia y Ucrania, aunque esta posibilidad parece muy remota a la fecha de estas perspectivas.

En el informe publicado en octubre de 2022, el FMI estimó que el PIB mundial se ralentizará al 2,7% en 2023 mientras que el Bloomberg Contributor Composite indica que el crecimiento del PIB mundial solo será del 2,1%. Desde el punto de vista regional, el mismo Bloomberg Composite anticipa un crecimiento del PIB de entorno al 0,3% en Estados Unidos, del 4,9% en China e incluso una contracción del 0,1% en la zona euro, con una probabilidad de recesión en Estados Unidos del 65% y del 80% en la zona euro.

Indicadores adelantados: Índices de gestores de compras (PMI)



Esta gráfica muestra que los índices PMI han entrado en terreno de contracción (niveles inferiores a 50) mientras la actividad económica mundial sigue decelerando. El índice Chinese Caixin Manufacturing lleva la mayor parte del año por debajo de los 50 dado que la fabricación se ha visto restringida por las medidas de confinamiento contra el coronavirus. Se puede observar una tendencia similar

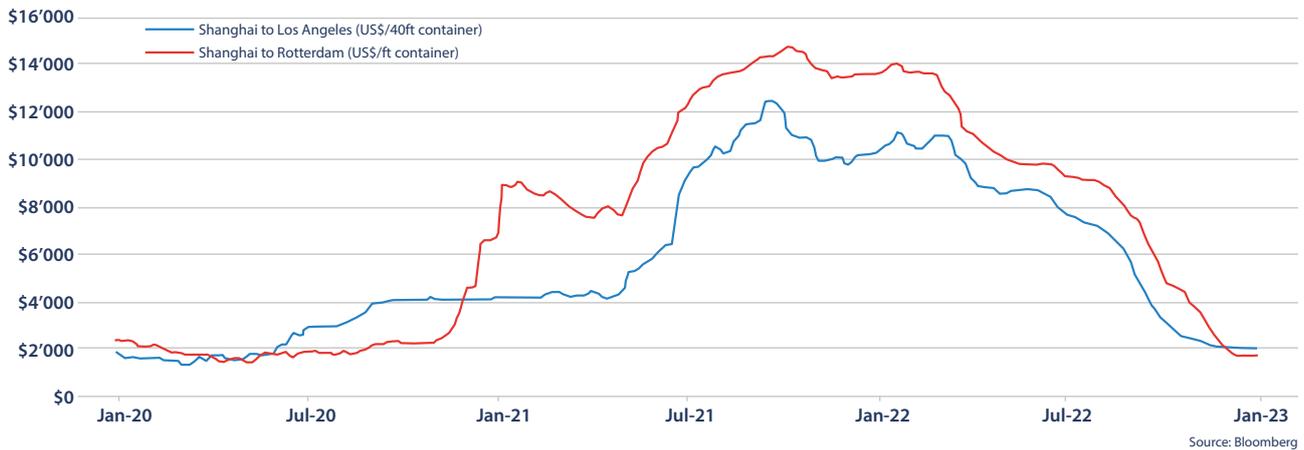
en los índices PMI de Estados Unidos y la zona euro, los cuales llevan ralentizándose fuertemente desde el segundo trimestre. Esto apunta a un mayor riesgo de recesión por la crisis del coste de vida, unas condiciones financieras más severas y una gran aversión al riesgo en respuesta al creciente pesimismo económico.

La reapertura total de la economía china quitaría cierta incertidumbre

Los reiterados confinamientos en China en 2022 como parte de su estricta política de Covid Cero han hecho estragos en su economía. El FMI prevé que el crecimiento del PIB de 2022 se quedará en un 3,2% frente a sus proyecciones del 5% de principios de año. Dado el tamaño de la economía china y su importante papel en las cadenas de suministro mundiales, este decepcionante nivel de actividad ha supuesto un fuerte golpe para la economía mundial. La debilidad continuada del sector inmobiliario, que representa más o menos una quinta parte de su economía, también azotó el crecimiento del PIB. Las autoridades chinas han tomado una serie de medidas

para ayudar al sector inmobiliario y su reciente decisión de abandonar repentinamente su política «Covid Cero» ha sido un rayo de esperanza que nos lleva a pensar que la economía china podrá por fin volver a estar totalmente abierta en 2023. Entretanto, este giro de 180º ha causado brotes masivos de coronavirus y el distanciamiento social voluntario está ralentizando la actividad. Es decir, al país le queda mucho camino por recorrer hasta que pueda volver a la normalidad de antes de la pandemia, pero una reapertura total de China ayudaría a contrarrestar parte del debilitamiento económico previsto en otras economías líderes.

Los costes de transporte han bajado considerablemente



Los costes logísticos tan descomunales fueron uno de los principales determinantes de la inflación durante la pandemia. Pero desde la primavera de 2022, los costes de transporte han disminuido notablemente tal y como se muestra en el gráfico. Las tarifas para enviar una contenedor de 40 pies de largo de Asia a Estados Unidos y Europa han bajado más de un 75% desde finales de abril, situándose en cifras próximas a las de antes de la pandemia, y también se han reducido rápidamente

los retrasos en los envíos. Esto responde en gran medida a la caída del gasto del consumidor que fue el responsable de ventas más elevadas para muchos importadores durante los últimos dos años. Desde el punto de vista de la inflación, la caída de los costes del transporte de mercancías es lógicamente bienvenida, pero se corre un riesgo significativo de que la deceleración de la demanda lleve a la economía a una recesión.

La inflación bajará... pero ¿a qué ritmo?

La inflación seguirá siendo el mayor problema para los mercados financieros en 2023 dado que seguirá determinando la política monetaria de los bancos centrales y las demandas salariales. Por lo general se ha asimilado que la inflación en Estados Unidos y en la zona euro han tocado techo, pero no nos atrevemos a decir lo mismo de las presiones inflacionarias. La inflación ha empezado a caer pero sigue estando muy por encima del objetivo de los bancos centrales al estar en cifras de dos dígitos en la zona euro y en el Reino Unido y en un 7,1% en Estados Unidos. También cabe destacar que el IPC estadounidense sin alimentación ni energía lleva sin caer desde principios de 2022 y en noviembre seguía en el 6%. La caída de la inflación esperada será guiada por unos efectos base favorables, como la bajada de precios de materias primas y una menor presión en las cadenas de suministro, pero hay riesgo de que la inflación siga más alta de lo previsto. Con tasas de desempleo bajas, no es muy probable que se moderen las demandas salariales en los próximos meses. Asimismo, el componente de vivienda representa un tercio del IPC estadounidense y tarda bastante en reaccionar ante la caída de los precios de la vivienda, por lo que podría seguir siendo alta durante varios meses. Todo esto explica por qué los bancos centrales subirán aún más los intereses pese a la ralentización de la economía y la moderación de la inflación. En su último comunicado también demuestran que están dispuestos a asumir el riesgo de pasarse con el endurecimiento antes que precipitarse a detener su ciclo de subidas.

Los riesgos geopolíticos permanecen pero el riesgo político en Estados Unidos es menor

Los riesgos geopolíticos siguen siendo la mayor preocupación para los mercados financieros. Hay muchos focos de tensión por todo el mundo y las relaciones diplomáticas no están en su mejor momento. Rusia sigue intentando estrechar su relación con China e Irán y debilitar la alianza occidental, mientras que es improbable que las tensiones entre China y Estados Unidos por Taiwán y el suministro de semiconductores vayan

a apaciguarse en un futuro cercano. Corea del Norte, los Balcanes e Irán también son regiones con riesgos geopolíticos que representan una seria amenaza.

Las elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos no han tenido los resultados generalmente esperados, dado que los republicanos no lograron ganarse las dos cámaras. Tal y como se preveía, los republicanos sí se hicieron con la Cámara de Representantes pero por un margen mucho más bajo de lo que se anticipaba, mientras que los demócratas retuvieron el control del Senado. Esto implica que el proceso político se quedará en punto muerto y hay pocas probabilidades de que salga adelante alguna ley importante durante los próximos dos años, pero en el pasado los mercados han preferido este tipo de previsibilidad.

Conclusiones

Las previsiones generalizadas son que la economía mundial se ralentizará en 2023 y también hay un riesgo considerable de que el mundo entre en recesión. Los principales bancos centrales afrontan la tremenda tarea de encontrar un punto de equilibrio en su lucha contra la inflación en un momento en que el crecimiento económico es muy débil y los riesgos de provocar daños por una política equivocada son más elevados de lo normal.

Creemos que las presiones inflacionarias seguirán menguando pero es muy poco probable que la inflación caiga tanto como para aproximarse a las cifras objetivo de los bancos centrales. Está claro que los efectos base irán desapareciendo, pero es más difícil predecir otros factores, especialmente la inflación salarial.

Como de costumbre, los riesgos políticos y geopolíticos son impredecibles para los mercados financieros. Los riesgos geopolíticos siguen siendo elevados, pero no se puede descartar la posibilidad de que se produzca algún acontecimiento positivo. Algunos riesgos políticos parecen haber disminuido tras las elecciones en Francia, Brasil y Estados Unidos.

2023: PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Un punto de partida más favorable para los resultados de las carteras

A diferencia del año pasado, las carteras deberían beneficiarse de empezar el año con una valoración mucho más favorable para los rendimientos futuros. Las valoraciones de la renta variable han seguido bajando de categoría, los bonos vuelven a ofrecer rendimientos positivos y han desaparecido algunas de las distorsiones y excesos de los años anteriores. Esto implica que los ratios fundamentales cobrarán relevancia ahora que llega a su fin la era del dinero fácil y las suposiciones en torno a los rendimientos a largo plazo han mejorado notablemente. Ahora bien, esto no significa que 2023 solo pueda ser un año positivo para las carteras. Prosigue la incertidumbre en muchos temas y la clase de activos de renta variable sigue sorteando adversidades. Esto justifica en gran medida por qué nos aferramos a nuestra inversión sobreponderada en estrategias alternativas y por qué hemos incrementado nuestra exposición a la renta fija hace poco.

Los mercados siguen afrontando políticas monetarias duras y altos niveles de incertidumbre

Las preocupaciones por la inflación y las políticas monetarias de los principales bancos centrales han ido marcando el rumbo de los mercados en 2022 y seguirán así en los próximos meses. Aunque los inversores ya no tendrán que afrontar el mismo ritmo de subidas de los tipos de interés, siguen quedando dudas sobre el tope de los tipos y cuándo podrían empezar a bajar. No compartimos el optimismo de los mercados que creen que la Reserva Federal empezará a recortar los tipos de interés ya en 2023 y un puñado de publicaciones positivas con datos de inflación más baja de lo esperado no significa que la amenaza de la inflación vaya a desaparecer pronto. Otra preocupación es que los beneficios de las empresas, que se mostraron sorprendentemente resistentes durante el año pasado, nos decepcionen en los próximos trimestres.

PERSPECTIVAS DE INSTRUMENTOS DE DEUDA

Panorama totalmente diferente para esta clase de activos

2022 fue uno de los peores años para los mercados de bonos, sobre todo por el ritmo vertiginoso del endurecimiento monetario. Sin embargo, esto significa que las condiciones de los mercados han mejorado considerablemente para los activos de renta fija, por unos rendimientos libres de riesgo mucho más altos y spreads crediticios más anchos. También es posible que los rendimientos a largo plazo hayan tocado techo, por lo que los riesgos de duración son mucho más bajos que hace un año. Todo esto contribuye a un binomio rentabilidad/riesgo más favorable para esta clase de activos.

Los créditos corporativos de alta calidad ofrecen una rentabilidad/riesgo atractiva

Los créditos con grado de inversión vuelven a resultar atractivos. Los inversores deberían verse bien recompensados por los riesgos crediticios en vista de unos

spreads más anchos, balances sólidos y la atenuación de los temores a una recesión profunda. Los ratios fundamentales corporativos también siguen siendo fuertes, por lo que el riesgo de insolvencia para emisores de alta calidad parece ser bajo. Para los bonos de alto rendimiento, la situación es algo diferente, dado que los spreads crediticios se han estrechado notablemente en los últimos meses y puede que surja otro momento más conveniente para entrar en los próximos meses.

La deuda de los mercados emergentes tiene potencial para repuntar

Ha sido un año duro para la deuda de los mercados emergentes pero esta clase de activos parece haber pasado lo peor. La previsión más optimista para el sector inmobiliario chino, unos rendimientos atractivos y la posibilidad de un dólar estadounidense más débil podrían darle un empujón en 2023.

PERSPECTIVAS DE LA RENTA VARIABLE

La renta variable ya no es la favorita

Este último año han pasado muchas cosas en los mercados de capitales y la renta variable parece haber cedido por fin su puesto como activo favorito. Como los tipos de interés subieron tan rápido, los bonos han ido ganando atractivo frente a la renta variable y esto ha hecho que los flujos vuelvan a los activos de renta fija y, sobre todo, a los créditos con grado de inversión. Los fondos alternativos también han vuelto a cobrar protagonismo entre los inversores y deberían seguir atrayendo capital. Todo esto implica que es menos probable que las carteras opten por posiciones similarmente sobreponderadas en renta variable como en años anteriores y esto debería ayudar a componer carteras más diversificadas.

Las valoraciones son atractivas en muchas regiones

El reciente repunte de la renta variable significa que sus valoraciones han vuelto a subir pero sigue siendo atractiva por lo general, salvo la renta variable estadounidense que vuelve a estar por encima de su media a largo plazo. A largo plazo, las valoraciones de la renta variable europea, británica, japonesa y de los mercados emergentes son atractivas y si se

confirma que el dólar estadounidense ha tocado techo en los próximos meses, los flujos podrían favorecer la renta variable internacional frente a la de Estados Unidos. No creemos que las condiciones actuales de los mercados impulsen ninguna subida importante de las valoraciones.

La rentabilidad de la renta variable dependerá en gran medida de la trayectoria de los beneficios

La trayectoria de los beneficios debería seguir marcando el rumbo de la rentabilidad de la renta variable en 2023. Los beneficios han demostrado ser muy resistentes estos últimos años, dado que las empresas pudieron en general trasladar sus costes más elevados y mantener sus márgenes de beneficios. Sin embargo, se corre el riesgo de que las previsiones de beneficios generalizadas resulten ser demasiado altas pese a que los analistas llevan revisándolas a la baja desde mediados de 2022. Puede que los márgenes sufran por las presiones salariales y una menor demanda si la recesión llega a ser más profunda de lo esperado. La renta variable también corre el riesgo de un optimismo exagerado en los mercados, puesto que ya están descontando varios recortes de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal para la segunda mitad de 2023.

ACTIVOS ALTERNATIVOS

Los fondos alternativos siguen aprovechando la dispersión de los mercados

Nos sentimos optimistas con respecto a las condiciones de los fondos alternativos y pretendemos mantener una exposición superior a la media para esta clase de activos. La alta dispersión de los mercados, los tipos de interés más altos y la probabilidad de que prosiga el alto nivel de volatilidad son factores favorables para las estrategias alternativas. Los fondos alternativos seguirán representando un papel esencial en la diversificación de las carteras.

Los productos estructurados se seguirán beneficiando de períodos de mayor volatilidad

Bajo las condiciones de mercado actuales, los productos estructurados permitirán diversificar aún más las carteras y reducir la volatilidad al invertir de una forma más defensiva. Al haber aumentado sensiblemente las rentabilidades libres de riesgo, algunas estructuras vuelven a cobrar interés, como los productos de participación y con protección de capital. Como de costumbre, elegir el momento exacto para realizar estas inversiones es crucial.

PERSPECTIVAS DEL ORO

El oro es caro pero sigue siendo un medio de diversificación

Los precios del oro tuvieron un buen 2022 comparado con la mayoría de los activos, pese a la revalorización del dólar estadounidense y la subida de los tipos de interés reales. Esto significa que el oro parece estar relativamente caro pero este metal precioso ha recibido el impulso de las compras efectuadas por los bancos centrales de mercados emergentes y gracias a su rol como activo defensivo. Seguimos pensando que el oro es un activo estratégico por su papel como herramienta de diversificación de las carteras y como reserva de valor. El oro sirve también de cobertura contra los riesgos más extremos.

El oro podría recibir un impulso de las tendencias cambiantes

Además de servir de cobertura frente a riesgos geopolíticos, ciertos países consideran cada vez más el oro como una alternativa atractiva a las reservas en dólares, sobre todo tras la congelación de las rusas en dólares. Sumado a la posible corrección del dólar estadounidense en los próximos trimestres, este factor podría ser estructuralmente beneficioso para los precios del oro.

PERSPECTIVAS DE LAS DIVISAS

Es probable que se deprecie el dólar estadounidense en 2023

A corto plazo, esperamos que el dólar estadounidense cobre algo de fuerza tras su depreciación en el último trimestre de 2022. Las posiciones largas de los inversores en el dólar eran ya bastante extremas y la creencia en los mercados de que la Reserva Federal se acercaba al fin de su ciclo de subidas provocó el debilitamiento del dólar. Seguimos creyendo que los mercados son demasiado optimistas al pensar que la Reserva Federal recortará los tipos en 2023. También es más probable que el banco central asuma el riesgo de pasarse con el endurecimiento que parar demasiado pronto y tener que volver a endurecer su política más adelante. Por esto creemos que el dólar tiene posibilidad de revalorizarse a corto plazo antes de entrar en un período de corrección.

El euro podría beneficiarse de la reapertura total de China

No creemos que el euro se vaya a revalorizar mucho más a corto plazo frente al dólar, dado que la divisa comunitaria ya se ha beneficiado de cierto impulso que seguramente pierda intensidad. Una Reserva Federal más beligerante de lo que

esperaban los mercados, unos riesgos de precios energéticos más altos y una balanza comercial en declive son algunas de las turbulencias que podrían impedir que el euro expanda sensiblemente el terreno ganado recientemente. Más adelante, la paridad del EUR/USD podría empezar una tendencia positiva más sostenida. El dólar está muy sobrevalorado, la reapertura de la economía china debería beneficiar más a la zona euro y es probable que la Reserva Federal recorte los tipos más rápido en el caso de una recesión más grave de lo previsto en Estados Unidos.

El franco suizo debería seguir siendo una buena apuesta

Creemos que la demanda del franco suizo seguirá siendo fuerte en 2023 dado que la divisa seguirá recibiendo el impulso de su reputación como refugio, su dinámica de baja inflación y unas finanzas públicas estables. El cambio de la política del Banco Nacional Suizo hacia una mayor tolerancia de la revalorización de la divisa para contener las presiones inflacionarias es otro punto a su favor. El franco suizo también debería ser uno de los principales beneficiarios de la probable corrección cercana del dólar estadounidense.

2023: ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

EFFECTIVO (5%)

Nuestra asignación a efectivo es neutra

Hemos reducido a neutra la inversión en efectivo. La exposición a efectivo pasó de una posición infraponderada a principios de año a una sobreponderada al haber reducido cierto riesgo en la cartera recortando algunas posiciones en renta variable tras el repunte del verano.

INSTRUMENTOS DE DEUDA (32%)

Nuestra asignación a activos de renta fija es modestamente infraponderada

Con respecto a hace un año, nuestra inversión en renta fija mundial ha aumentado un 5% hasta situarnos en el 32% actual, lo que representa una posición infraponderada modesta. También hemos ampliado la inversión en algunos de nuestros fondos con grado de inversión así como una estrategia crediticia más oportunista. Hacía mucho que no podíamos afirmar que la renta fija con grado de inversión era atractiva, pero ahora ya es posible. No obstante, la exposición a bonos con grado de inversión sigue siendo infraponderada e incluye deuda empresarial y soberana así como dos fondos de bonos sin restricciones. Nuestra exposición a los instrumentos de deuda también incluye créditos de alto rendimiento en mercados desarrollados y emergentes, bonos convertibles y préstamos senior garantizados europeos. Creemos que el riesgo de duración generalmente bajo de la inversión en renta fija irá aumentando a lo largo de 2023.

Un entorno más óptimo para los activos de renta fija

El año pasado el entorno de los activos de renta fija dio un giro de 180° ante el cambio radical de las políticas monetarias de los bancos centrales. Las rentabilidades libres de riesgo han crecido significativamente y los spreads crediticios también han aumentado, lo que deja a los inversores mucho mejor posicionados para aprovechar el núcleo de la inversión en renta fija, el carry. Preferimos esperar antes de aumentar nuestra inversión en bonos de alto rendimiento dado que se podría producir otro ampliamento de los spreads ante un mayor temor a la recesión y el riesgo de beneficios decepcionantes. En el mejor de los casos, los bonos de mercados emergentes podrían obtener resultados superiores, partiendo de rendimientos por encima de la media, un dólar estadounidense que parece a punto de volcar y perspectivas más optimistas para la economía china.

RENTA VARIABLE (41%)

La asignación a renta variable es infraponderada y diversificada

Las carteras tienen una inversión infraponderada en renta variable. Se redujo la exposición a esta clase de activos en diferentes etapas el año pasado, incluido el rebalanceo hacia estrategias más defensivas partiendo de estrategias con un coeficiente beta más alto. Nuestras expectativas para el rendimiento de la renta variable en 2023 son conservadoras, puesto que nos preocupa que las previsiones de beneficios resulten ser demasiado optimistas en vista de la ralentización económica y el riesgo para los márgenes de beneficios. Las valoraciones de la renta variable están por debajo de las medias a largo plazo en muchas regiones excepto en Estados Unidos. Los resultados de la renta variable procederán esencialmente de unos beneficios más altos, ya que no esperamos que crezcan mucho las valoraciones en el contexto actual. Hemos mantenido una asignación diversificada de las carteras en diferentes regiones, estilos de inversión, sectores, temas y tamaños de empresas en los mercados.

Seguimos optando por un posicionamiento más defensivo en renta variable

Ha sido un año duro para muchas de las estrategias de renta variable en las carteras, pero hay algunas que han salido bien paradas pese a las condiciones de mercado tan adversas. El fondo *growth* de *small-caps* estadounidenses, el fondo multi-temático y el tecnológico han sido los más perjudiciales, mientras que el fondo *value* europeo, la renta variable centrada en altos dividendos y el fondo de extracción de metal han arrojado resultados excepcionales. Todas estas estrategias siguen figurando en nuestras carteras dado que creemos que la diversificación es esencial. Nos siguen gustando los sectores defensivos, como asistencia sanitaria e infraestructuras pero pensamos que la exposición del fondo *value* europeo a la energía y las finanzas también es una buena idea. Ahora mismo, muchos fondos están aprovechando las métricas de valoración tan bajas, de modo que su binomio rentabilidad/riesgo parece prometedor, al menos a medio o largo plazo. En esta categoría incluimos renta variable de los mercados emergentes y creemos que presentan una fuerte probabilidad de remontar, con valoraciones muy descontadas frente a las estadounidenses.

MATERIAS PRIMAS (0%)

Nuestra asignación a materias primas es neutral

No tenemos inversiones directas en materias primas.

ORO (3%)

Nuestra asignación a oro es neutral

Tenemos una exposición del 3% a oro. El oro ha subsistido sorprendentemente bien en 2022 considerando la subida de los tipos de interés reales y la revalorización del dólar. Esto implica que se puede considerar la valoración actual demasiado generosa, pero principalmente seguimos viendo el oro como una herramienta de diversificación para las carteras y como cobertura frente a varios riesgos. Si el dólar estadounidense tocara techo y la Reserva Federal interrumpiera su política de subidas, este metal precioso podría ganar puntos.

ACTIVOS ALTERNATIVOS (19%)

La asignación a fondos alternativos es sobreponderada

Nuestra asignación a fondos alternativos fue sobreponderada durante todo 2022 y seguramente siga así en 2023. Los diferentes fondos alternativos en las carteras se han comportado como esperábamos, protegiendo el capital, reduciendo la volatilidad de las carteras y presentando una correlación muy limitada con los activos tradicionales. Seguimos optando por estrategias neutrales a las tendencias del mercado, es decir, las *Market Neutral*, como la de renta variable *long/short*, la de créditos *long/short* y la *event-driven* (guiada por acontecimientos). Creemos que los fondos alternativos saldrán beneficiados del entorno de mercado actual donde se observan niveles de dispersión de la rentabilidad más elevados de lo normal en todas las clases de activos.

Los productos estructurados seguirán sirviendo para diversificar carteras

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 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.

Tras mucho debatir, hemos decidido reclasificar los fondos de renta variable long/short pasándolos de la clase de activos de renta variable a la asignación de inversiones alternativas. Este cambio responde a la necesidad de unificar y simplificarlos y hemos llegado a la conclusión de que el tipo de estrategia importa más que los activos subyacentes en lo que respecta a la clasificación.

PRODUCTOS ESTRUCTURADOS

En nuestra opinión, los productos estructurados proporcionan una forma alternativa de invertir en clases de activos tradicionales como la renta variable, los instrumentos de deuda y las materias primas. Las diferentes estructuras de estos productos varían considerablemente y la selección de una estructura específica no es sólo una función de las condiciones reinantes del mercado y la previsión para el activo subyacente, sino también una función de la capacidad del producto de mitigar el riesgo en la cartera.

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

TABLA DE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS DEL 2023

Para nuestras cuentas equilibradas, aplicamos la siguiente tabla:

	ASIGNACIÓN	ENERO DE 2023
DEPÓSITOS A CORTO PLAZO	0 - 20%	5%
INSTRUMENTOS DE DEUDA	15 - 55%	32%
Bonos con grado de inversión	5 - 45%	10%
Bonos de alto rendimiento emergentes	0 - 20%	12%
Bonos especializados	0 - 15%	10%
RENTA VARIABLE	20 - 60%	41%
Mercados desarrollados	15 - 50%	32%
Mercados emergentes	5 - 30%	9%
MATERIAS PRIMAS	0 - 15%	3%
Oro físico	0 - 5%	3%
Otras materias primas	0 - 10%	0%
INVERSIONES ALTERNATIVAS	0 - 25%	19%
Fondos alternativos (hedge funds)	0 - 25%	19%
Otros	0 - 10%	0%
		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