

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVAS 2025

DICIEMBRE 2024

ÍNDICE

<u>PERSPECTIVAS PRIMER SEMESTRE 2025: RESUMEN EJECUTIVO</u>	<u>1</u>
<u>2024 BREVE RESEÑA: PRINCIPALES ASPECTOS DESTACADOS.....</u>	<u>3</u>
<u>PERSPECTIVAS 2025.....</u>	<u>7</u>
PERSPECTIVAS MUNDIALES 2025: EL RIESGO POLÍTICO DESEMPEÑA UN PAPEL CADA VEZ MÁS IMPORTANTE	7
PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO: CRECIMIENTO SIMILAR A 2024	8
PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN: ...EN MEDIO DE TENDENCIAS DIVERGENTES.....	10
POLÍTICA MONETARIA: RETORNO A UNA POSTURA NEUTRAL PARA 2025.....	13
VALORACIÓN DE ACTIVOS: VALORACIONES EXAGERADAS NO SOLO EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE	14
VALORACIÓN DE ACCIONES: TODO SOBRE EL CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS.....	16
RENTA VARIABLE ESTADOUNIDENSE: VALORACIÓN EXAGERADA	17
RENTA VARIABLE EUROPEA: SIN ALIVIO INMEDIATO, PERO	18
JAPÓN: VULNERABLE A LA DESACELERACIÓN MUNDIAL	18
MERCADOS EMERGENTES: OBSTÁCULOS BAJO EL MANDATO DE TRUMP 2.0	19
RENTA VARIABLE CHINA: CONTEXTO EXTERNO DESAFIANTE	19
<u>CONVICCIONES DE INVERSIÓN</u>	<u>20</u>
#1 – MEDIANAS CAPITALIZACIONES ESTADOUNIDENSES: EL CAMINO A SEGUIR.....	21
#2 – BONOS CORPORATIVOS DE MERCADOS EMERGENTES: LOS DIFERENCIALES Y LOS RENDIMIENTOS SIGUEN SIENDO ATRACTIVOS	21
#3 – CURVA DE RENDIMIENTO ESTADOUNIDENSE: PENDIENTE BAJISTA	21
#4 – DÓLAR ESTADOUNIDENSE: OPTIMISMO POR AHORA.....	21
<u>ASIGNACIÓN POR CLASES DE ACTIVOS.....</u>	<u>22</u>

Perspectivas primer semestre 2025: resumen ejecutivo

Creemos que 2025 será otro buen año para los inversores en renta variable, ya que el entorno macroeconómico clave que ha impulsado los rendimientos del mercado en los últimos años probablemente continúe.

La nueva administración de EE. UU. tendrá un enfoque más introspectivo, con **una agenda procrecimiento** que incluye recortes fiscales y desregulación. Esto también ha reducido significativamente los temores de una recesión inminente. Sin embargo, estas medidas, combinadas con aranceles más altos y políticas migratorias más restrictivas, añadirán **presiones inflacionarias** y podrían obligar a la Reserva Federal (Fed) a desacelerar o incluso reconsiderar su ciclo de reducción de tipos.

La combinación de un crecimiento robusto, condiciones financieras laxas y unos balances corporativos saneados hace que sigamos siendo optimistas sobre el segmento crediticio. **Favorecemos los bonos de alto rendimiento (HY)** en todas las regiones debido a la atractiva rentabilidad total. Somos más **cautelosos con el grado de inversión (IG)**, no solo por los diferenciales extremadamente ajustados, sino también por la mayor sensibilidad a los tipos de interés.

A pesar de los crecientes **riesgos políticos**, el entorno general sigue siendo **favorable para las acciones**. Con un crecimiento de ganancias estimado del 15% en 2025, el mercado estadounidense debería mantener su ventaja estructural sobre otros mercados desarrollados, aunque estas estimaciones ambiciosas serán difíciles de alcanzar y podrían generar sorpresas negativas, especialmente para las mega capitalizaciones de tecnología.

En **Europa**, el crecimiento económico seguirá siendo moderado, pero algunos de los vientos en contra podrían aliviarse en 2025, tanto en el frente macroeconómico como en el crecimiento de ganancias. Cotizando a 13 veces los beneficios futuros, las acciones europeas se negocian con un descuento cercano al 40%, **un mínimo relativo de varias décadas**. La resolución de la guerra en Ucrania o la adopción de un plan de recuperación e inversión basado en políticas fiscales menos restrictivas podrían actuar como catalizadores para una revalorización.

Las dinámicas externas de los **mercados emergentes** cambiaron drásticamente tras las elecciones en EE. UU. El escenario de aterrizaje suave con una disminución gradual de los tipos de interés sin desencadenar una recesión dio paso a un escenario en el que los tipos de interés de EE. UU. permanecerán altos, el dólar se fortalecerá y el riesgo de nuevos aranceles será una constante.

En contra de lo esperado, el **oro** ha subido en un entorno de fortaleza del dólar. Una pausa en los recortes de tasas de interés en EE. UU. podría significar una calma en el repunte de dicho metal precioso.

E n pocas palabras

Perspectivas económicas

- La resolución de las elecciones en EE.UU. aporta claridad a los mercados
- El crecimiento global sigue siendo resiliente en 2025, en línea con las estimaciones de 2024
- Las divergencias de crecimiento entre economías desarrolladas se amplían
- Las tasas de política monetaria en mercados desarrollados se normalizan
- Los recortes de tipos de la Fed serán más comedidos
- La inflación se inclina al alza, especialmente en EE. UU. bajo Trump 2.0.

Principales riesgos

- La Fed se ve obligada a subir los tipos por shocks puntuales de inflación y persistentes
- Una desaceleración económica sin caída de la inflación eleva las primas a largo plazo
- Políticas ineficaces llevan a la "japonización" de la economía china
- Alza de los tipos de interés reales en Japón

Convicciones de inversión

- Los vientos en contra del crecimiento en la zona euro dan margen al BCE para reducir tipos
- Las curvas de rendimiento de EE. UU. podrían subir en 2025, agregando duración si el rendimiento a 10 años alcanza el 5%
- Los diferenciales corporativos de mercados emergentes son atractivos, pero se espera volatilidad a medida que se desarrollen los aranceles comerciales
- Las políticas de apoyo deberían continuar respaldando las empresas estadounidenses de mediana y pequeña capitalización
- Los diferenciales de tipos de interés siguen siendo un catalizador para los flujos hacia activos denominados en dólares

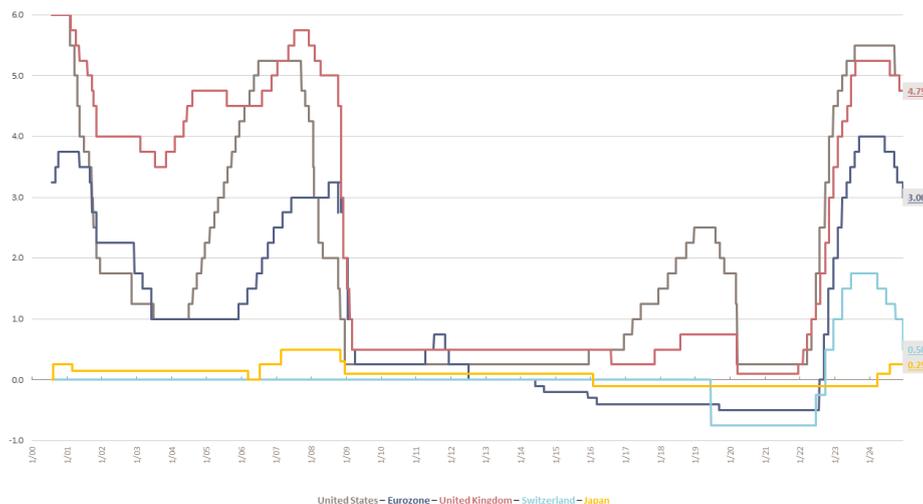
2024 breve reseña: Principales aspectos destacados

Hacia un ciclo de relajación monetaria en las economías desarrolladas y emergentes

La batalla global contra la inflación parece haberse ganado en gran medida. La inflación ha disminuido y se dirige de manera convincente hacia los objetivos de los bancos centrales. La normalización de la política monetaria está en marcha en la mayoría de las economías del mundo. El logro más notable de los bancos centrales es que han conseguido controlar la inflación sin desencadenar una recesión global.

La **Reserva Federal (Fed)** recortó las tasas de interés en septiembre, comenzando con una reducción de 50 puntos básicos (pb), seguida de un recorte de 25 pb a 4.75% en noviembre. El **Banco de Inglaterra (BoE)** redujo dos veces las tasas en 25 pb hasta 4.75%. El **Banco Central Europeo (BCE)** ha recortado las tasas en cuatro ocasiones desde junio hasta el 3.0%, mientras que el **Banco Nacional Suizo (SNB)** las ha reducido por cuarta vez con un recorte de 50 pb en diciembre hasta el 0.5%. En Japón, sin embargo, las previsiones para la tasa de política monetaria se han revisado al alza, reflejando el aumento de tasas del **Banco de Japón** en julio.

Gráfico 1: Tasas de interés oficiales (%)



Source : Bloomberg as of December 13, 2024

FDTR Index: US Fed Funds Rate – **EUORDEPOA Index:** European Central Bank – **UKBRBASE Index:** Bank of England – **SZLTDEP Index:** Swiss National Bank – **BOJDTR Index:** Bank of Japan

Un agresivo paquete de estímulo para reactivar el crecimiento y la confianza de los consumidores chinos

En septiembre, las autoridades chinas intensificaron sus anuncios de estímulo con el objetivo de reactivar la economía del país. El Banco Popular de China (PBoC) redujo su ratio de requerimiento de reservas en un 0.5%, inyectando 1 billón de yuanes (141,82 mil millones de dólares) de liquidez a largo plazo en el mercado financiero, y redujo la tasa de recompra a siete días del 1.7% al 1.5%.

En octubre, el Ministerio de Finanzas de China presentó un paquete de estímulo fiscal destinado a impulsar la economía y alcanzar el objetivo de crecimiento del gobierno. Estas medidas, anunciadas justo antes de las vacaciones del Día Nacional, hicieron que el mercado de valores chino se disparara. Sin embargo, el 9 de octubre, los mercados bursátiles de China habían perdido casi un tercio de las rápidas ganancias que habían obtenido recientemente.

Gráfico 2: Índice Shanghai 300



Source : Bloomberg as of December 13, 2024

El 8 de noviembre se anunciaron algunos detalles del paquete de 10 billones de yuanes (1,4 billones de dólares) destinado a resolver los problemas de deuda de los gobiernos locales, a ejecutarse a lo largo de cinco años.

La mitad de la población mundial votó en las elecciones nacionales

Desde las elecciones parlamentarias de Taiwán en enero hasta las elecciones presidenciales de Estados Unidos en noviembre, casi la mitad de la población mundial acudieron a las urnas.

En **Francia**, el presidente convocó **elecciones anticipadas** tras el fuerte avance de la extrema derecha en las elecciones al Parlamento Europeo. Después de la última ronda de votación, el país obtuvo un parlamento dividido. El Primer Ministro Barnier propuso un presupuesto sin la aprobación parlamentaria (Artículo 49.3), pero los partidos de la oposición derribaron el gobierno con una moción de censura. El presidente Macron sigue en el cargo, pero ha nombrado al centrista François Bayrou como el cuarto primer ministro de Francia en 2024. Esta incertidumbre y el estancamiento político continuarán ejerciendo presión sobre los activos franceses.

En el **Reino Unido**, las elecciones generales resultaron en una victoria aplastante para el Partido Laborista. Poco después de asumir el cargo, la canciller Reeves anunció un aumento de impuestos de £40 mil millones para financiar el NHS y otros servicios públicos. Se espera que el impulso del gasto agregue un 0.75% al PIB y un 0.5% a la inflación de los precios al consumidor en un año, mientras que el cambio fiscal - un aumento de £26 mil millones en las contribuciones a la Seguridad Social de los empleadores - es mucho más difícil de evaluar.

El principal riesgo de eventos este otoño fue **la elección en Estados Unidos**. La elección de Trump - quien controla tanto la Cámara de Representantes como el Senado - y el anuncio de una transición de poder fluida reverberaron en los mercados financieros, llevando los índices bursátiles estadounidenses a nuevos máximos ante la perspectiva de recortes de impuestos y desregulación, mientras que los temores de aranceles punitivos a las importaciones afectaron a los mercados internacionales, como Europa.

A pesar de las incertidumbres sobre la implementación de su programa, con las elecciones estadounidenses ya atrás, una mayor claridad política está creando un escenario que permitirá a las empresas tomar decisiones e iniciar un nuevo ciclo de inversión que acelerará aún más la tendencia hacia la reubicación de cadenas de suministro e innovación.

Niveles históricos de concentración: Creciente supremacía de la renta variable estadounidense y del sector tecnológico

Desde la Gran Crisis Financiera, el dominio de las acciones estadounidenses en los índices bursátiles globales se ha acelerado, alcanzando un peso superior al 66% en el índice de acciones a nivel mundial, frente a aproximadamente el 42% en 2007. Esta hegemonía es sin precedentes en la historia reciente, por ejemplo, el mercado de valores japonés alcanzó su punto máximo en la década de 1990 con alrededor del 40% de la capitalización del mercado global.

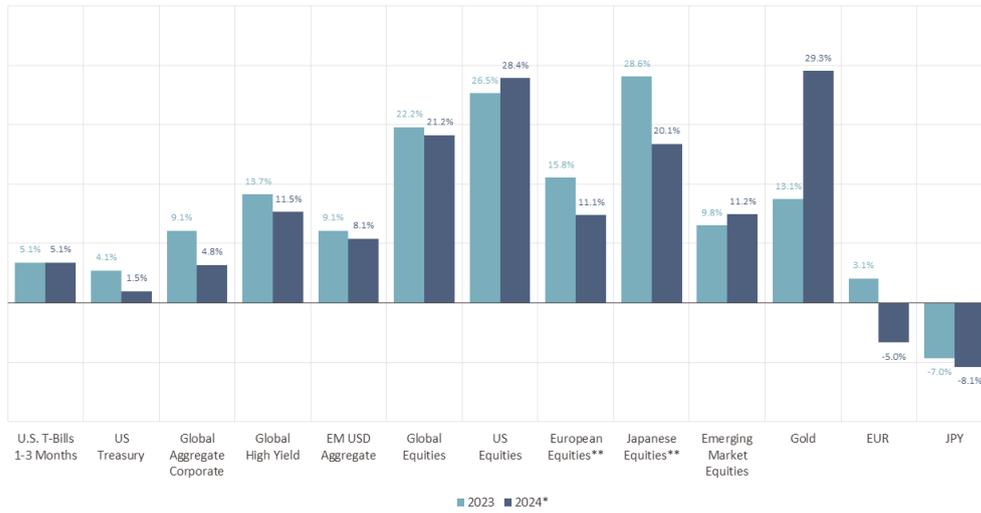
La alta concentración en las acciones estadounidenses ha sido una gran fuente de rentabilidad, pero también de ansiedad para los inversores. Este desempeño estelar ha sido impulsado por los denominados “Siete Magníficos”, que han obtenido un rendimiento del 41% en lo que va del año, frente al 18% de las 493 acciones restantes, y han representado un asombroso 47% de las ganancias del índice.

El efecto de los “Siete Magníficos” ha llevado esta concentración en el mercado de acciones de EE. UU. a casi su nivel más alto en 100 años. La única otra vez que alcanzó niveles similares fue durante la Gran Depresión, y se encuentra muy por encima de los niveles registrados durante la burbuja “dotcom” en 2000.

La concentración en el mercado de acciones de EE. UU. alcanzó un récord en 2024, con las 10 principales compañías representando alrededor del 36% del mercado. Con casi un tercio del mercado, las 10 principales acciones tienen una influencia significativa sobre la dirección de los índices bursátiles, como se observó en 2023 y 2024. Recientemente, la amplitud del mercado ha mejorado de manera notable.

El año en cifras: continúa la fortaleza de los activos de riesgo

Gráfico 3: Rentabilidad total en dólares estadounidenses



Source: Bloomberg - Note: * As of December 13, 2024 ** In local currency

Perspectivas 2025

Perspectivas mundiales 2025: el riesgo político desempeña un papel cada vez más importante

El enfoque procrecimiento de la política económica de la segunda administración de Trump (Trump 2.0) se centrará en:

Aranceles – Trump ha planteado la idea de imponer aranceles de hasta el 60% a las importaciones de China y del 20% a las importaciones del resto del mundo. Incluso si estas amenazas son solo una herramienta para negociar condiciones comerciales, la incertidumbre creada por las tensiones comerciales podría ser perjudicial para el crecimiento global. Las estimaciones iniciales del impacto económico de una política como esta indican que afectaría de manera desproporcionada al PIB de la zona euro y China, en un 0.9% y 0.7%, respectivamente.

El aumento de los aranceles podría provocar un shock inflacionario único de aproximadamente 250 puntos básicos, similar al aumento de precios observado en 2018-2019 para los productos sujetos a estas nuevas condiciones arancelarias. Aunque de manera anecdótica, los aranceles más altos podrían tener un impacto positivo en los ingresos fiscales de hasta USD 450 mil millones, aunque esto sigue siendo pequeño en comparación con el impacto en el crecimiento y la inflación.

Inmigración – Una de las promesas clave de la campaña electoral fue endurecer el control de la inmigración, particularmente la inmigración ilegal, incluyendo la deportación de hasta 8 millones de inmigrantes indocumentados, lo que pondrá una presión sin precedentes sobre un mercado laboral.

Incluso si la administración quiere cumplir con sus promesas de campaña, parece poco realista prever deportaciones masivas, dadas las dificultades logísticas involucradas, sin mencionar el hecho de que la economía de EE. UU. se ha vuelto altamente dependiente de estos trabajadores inmigrantes.

Impuestos – Se espera que los recortes fiscales de 2017 se extiendan en su totalidad en lugar de permitir que caduquen, lo que podría reducir la tasa impositiva corporativa para los fabricantes nacionales del 21% al 15%.

Un régimen fiscal más favorable podría aumentar la presión sobre el déficit presupuestario. Las estimaciones iniciales sugieren que el déficit aumentará en alrededor de 7,5 billones de dólares durante la próxima década, lo que llevará la deuda a un 142% del PIB. Estos anuncios recientes exacerbarán las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda y la trayectoria insostenible de este déficit.

En cuanto a las tasas de interés, sin embargo, deberíamos ver un alivio fiscal a medida que la flexibilización monetaria continúa. Sin embargo, dado el enfoque inflacionario defendido por la nueva administración, la caída de las tasas finales probablemente será más moderada.

Desregulación – El presidente electo está a favor de una nueva ola de flexibilización normativa. Aún es difícil medir la magnitud e impacto de esta flexibilización. Sin embargo, ya podemos asumir que los bancos regionales y el sector energético estarán entre los ganadores.

Consecuencias para los mercados financieros de un Trump 2.0.:

Tipos – A diferencia de 2016, la Reserva Federal está normalizando su política monetaria. Es probable que la tasa de fondos federales siga cayendo, pero no se puede descartar la posibilidad de que la caída en 2025 sea menor a los 100 puntos básicos que el mercado ha incorporado o que los miembros del FOMC proyectaron en el gráfico de puntos de septiembre.

Renta variable – A primera vista, las medidas anunciadas son positivas, particularmente para los cíclicos, las acciones de valor como las financieras y la energía, así como para las pequeñas y medianas empresas. Se esperaba y deseaba una participación más amplia después del primer recorte de la Fed, ya que confirmaría la tesis de un mercado saludable cuyo progreso no depende enteramente de unas pocas acciones.

Dólar – Si la guerra comercial iniciada durante la primera administración de Trump (Trump 1.0) en 2018-19 sirve de referencia, podemos esperar razonablemente que el dólar estadounidense se aprecie.

Principales riesgos de Trump 2.0:

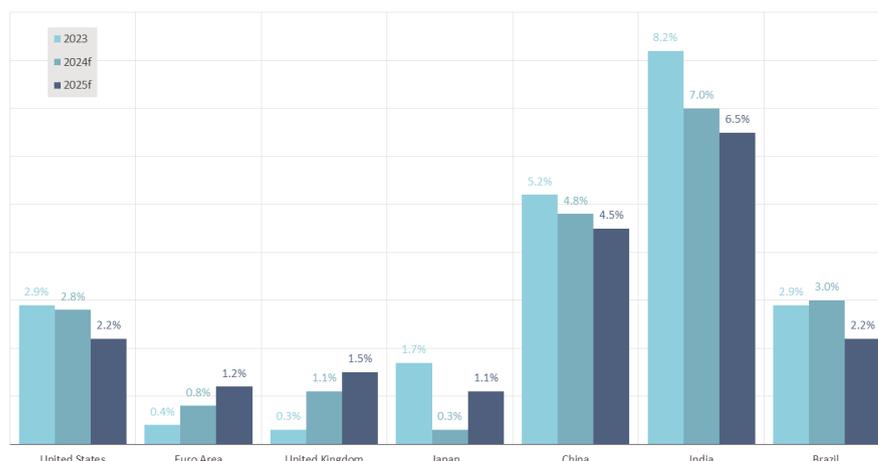
Riesgo de recesión – Una desaceleración económica pronunciada debido a una guerra comercial severa, con medidas de represalia que generen una gran incertidumbre, sin duda aumentaría la probabilidad de una recesión. Sin embargo, la probabilidad de este escenario sigue siendo baja, ya que la implementación de la agenda política de Trump será probablemente mucho más moderada que lo prometido durante su campaña.

Choque inflacionista – Una inflación más alta llevará a una tendencia alcista en los rendimientos a largo plazo y podría descarrilar el actual mercado alcista de acciones. Si la Reserva Federal se ve obligada a intervenir subiendo las tasas de interés, entraríamos en un período de volatilidad significativa que provocaría correcciones importantes en los mercados, especialmente dada la alta valoración de ciertos segmentos de crecimiento como el tecnológico.

Perspectivas de crecimiento: Crecimiento similar a 2024

En las economías desarrolladas, se espera que el crecimiento se mantenga estable en torno al 1.8% en 2024 y 2025. Sin embargo, están surgiendo dinámicas cíclicas específicas en diferentes países, a medida que las economías se acercan gradualmente a su potencial de crecimiento. La economía de Estados Unidos seguirá siendo la más fuerte, con un crecimiento proyectado de poco más del 2.0% en 2025. Se espera que las economías emergentes también se mantengan notablemente estables, con un crecimiento del 4.4% en 2024 y 4.3% en 2025, respectivamente.

Gráfico 4: Previsión de crecimiento del PIB real (a/a, %)



Source: IMF – Global Economic Outlook – October 2024

Note: f = forecast

En **Estados Unidos**, el perfil de crecimiento para 2024 se ha revisado al alza hasta 2.8%, 0.2 puntos porcentuales más alto que en la previsión anterior, respaldado por un consumo resiliente, impulsado en gran parte por el fuerte crecimiento de los salarios reales y los efectos sobre la riqueza.

En la **zona euro**, se espera que la actividad económica se recupere en 2024 y 2025, tras haber alcanzado un mínimo cíclico en 2023. La recuperación en 2024 estará impulsada por una mejora en las exportaciones de mercancías. La continuación de esta tendencia en 2025 será principalmente el resultado de una demanda interna más fuerte. El consumo se verá impulsado por el crecimiento de los salarios reales, mientras que la relajación de las condiciones monetarias apoyará la demanda de inversión. Si embargo, persiste la debilidad en el sector manufacturero, afectando principalmente a economías como Alemania e Italia.

En **Reino Unido**, la mejora en la trayectoria de crecimiento continuará. Tras acelerar al 1.1% en 2024, se espera que la economía del Reino Unido crezca a una tasa anual del 1.5% en 2025, gracias a la demanda interna estimulada por una inflación más baja y tipos de interés más bajos.

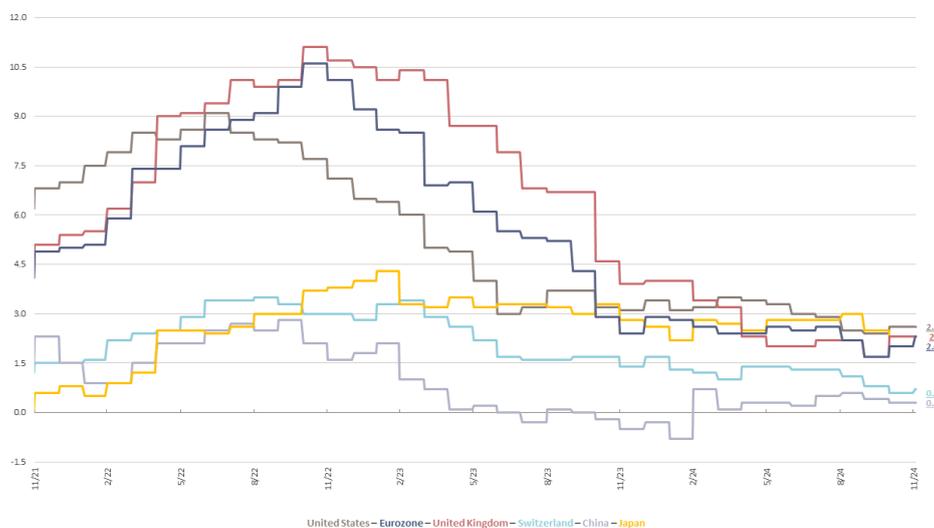
En **Japón**, se espera que el crecimiento se desacelere en 2024, y la previsión para ese año se ha revisado a la baja a un 0.3%. Sin embargo, se espera que el crecimiento se recupere a un 1.1% en 2025, una vez que hayan pasado las disrupciones temporales. Al igual que en otras economías desarrolladas, el crecimiento estará impulsado por el consumo privado, respaldado por un fuerte crecimiento de los salarios reales.

En **China**, a pesar de la continua debilidad en el sector inmobiliario y la disminución de la confianza del consumidor, se proyecta que el crecimiento desacelerará ligeramente al 4.8% en 2024, con una desaceleración gradual al 4.5% en 2025 debido al desapalancamiento en el mercado inmobiliario y la posible presión sobre las exportaciones por las tensiones comerciales. En India, también se proyecta que el crecimiento se desacelerará desde 2023 a un 7% en 2024 y un 6.5% en 2025, en línea con el potencial de crecimiento de la economía india. En Brasil, las expectativas de crecimiento se han revisado al alza a un 3.0% en 2024 antes de caer al 2.2% en 2025, principalmente debido a una política monetaria más estricta y un mercado laboral más flexible.

Perspectivas de inflación: ...en medio de tendencias divergentes

Como se destacó en nuestra edición de junio, la inflación global está cayendo y acercándose al objetivo del 2% generalmente expresado por los principales bancos centrales. Aunque la normalización de los niveles de inflación no será lineal, continúa su proceso. Después de haber promediado un 6.7% en 2023, se espera que la inflación llegue al 5.8% en 2024 y al 4.3% en 2025. Sin embargo, desde la elección de Donald Trump, parece probable que la implementación de su programa pueda llevar a una aceleración de la inflación.

Gráfico 5: Índice general de precios de consumo (anual,%)



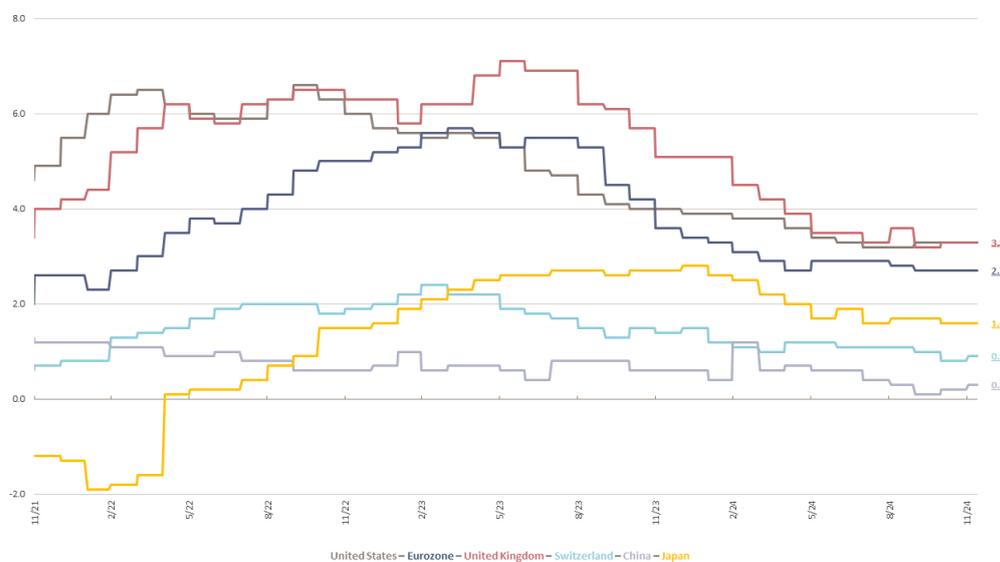
Source: Bloomberg as of December 13, 2024

La desinflación será más rápida en las economías avanzadas que en los mercados emergentes. Tras una caída aproximada del 2% en 2024 en comparación con 2023, se espera que la inflación en las economías avanzadas se estabilice en un 2% en 2025, aunque, como se mencionó anteriormente, existe un riesgo creciente de que esta cifra se supere debido a la adopción de políticas más inflacionarias en Estados Unidos.

En los mercados emergentes, se espera que la inflación disminuya moderadamente, pasando del 8.1% en 2023 al 7.9% en 2024. Sin embargo, las expectativas son más pronunciadas para 2025, cuando se prevé que la inflación se sitúe en el 5.9%. Existen diferencias regionales significativas dentro de Asia Emergente. En Asia Emergente, se espera que la inflación se alinee con la de los países desarrollados, alcanzando un 2.1% en 2024 y un 2.7% en 2025.

En la mayoría de los países de América Latina, las tasas de inflación ya han disminuido significativamente desde sus picos, y se espera que esta tendencia continúe. Sin embargo, las expectativas han aumentado en algunos de los países más grandes de la región debido al fuerte crecimiento salarial (Brasil, México), eventos climáticos (Colombia) o el aumento de tarifas reguladas (Chile).

Gráfico 6: Índice de precios al consumo subyacente (interanual, %)



Source: Bloomberg as of December 13, 2024

En **Estados Unidos**, los datos de precios al consumidor de octubre fueron los esperados, con un aumento mensual de los precios generales del 0.2% y un aumento mensual de los precios subyacentes (excluyendo alimentos y energía) del 0.3%, lo que llevó a la tasa de inflación general a 2.6% interanual, mientras que la tasa subyacente se mantuvo sin cambios en 3.3% interanual. El nudo del problema sigue siendo la vivienda, que representa un tercio de la cesta del IPC. Si excluimos la vivienda, la inflación del IPC estaría por debajo del famoso 2%, como lo estaba antes de la pandemia. La inflación de bienes básicos ya está en territorio negativo, y se espera que la inflación en vivienda se modere.

Las crecientes incertidumbres sobre la evolución de los precios de los bienes dependerán del alcance y nivel de los aranceles. Para recordar, el aumento de aranceles en 2018 no tuvo un impacto negativo en la inflación de precios de bienes. En general, la previsión de inflación es ligeramente superior a la de hace unos meses, pero no significativamente.

En la **zona euro**, la tendencia a la baja de los precios de la energía, incluidos el gas y la electricidad, ha reducido las presiones inflacionarias, y se espera que esta disminución sea significativa, lo que implica una inflación energética moderada. Sin embargo, se espera que la diferencia en la intensidad y rapidez de la transmisión de los precios de la energía a los precios al consumidor tenga una contribución prácticamente nula a la inflación general.

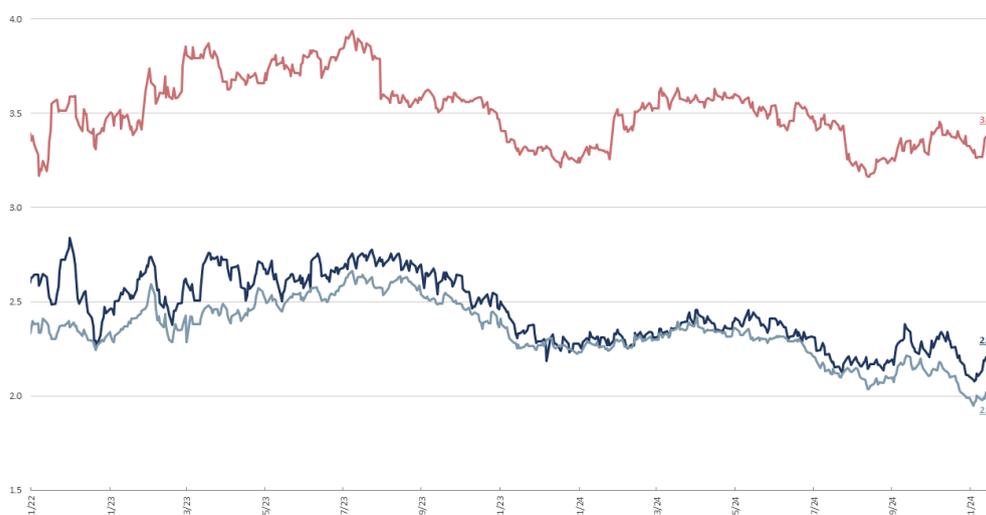
Se espera que la desinflación gradual en los servicios reduzca la inflación general al 2% para finales de 2025 y por debajo de ese nivel para 2026. Excluyendo la volatilidad debida a la eliminación de subsidios energéticos y los efectos base, se espera que la inflación promedio sea del 2.6% en la primera mitad del año, antes de caer al 2.2% en el segundo trimestre de 2025 y llegar al 2% a finales de 2025.

De acuerdo con estos datos, las expectativas de inflación del mercado han cambiado a la baja en todos los horizontes. La inflación implícita en los mercados se ha movido de manera constante a la baja desde finales de mayo, antes de subir recientemente, hasta un nivel de 2.2%.

En **Reino Unido**, las recientes políticas gubernamentales anunciadas en el Presupuesto de Otoño - un aumento anual del gasto público de £70 mil millones y un aumento de impuestos de £40 mil millones - no deberían desbaratar la caída de la inflación (según el Índice de Precios al Consumidor) en los próximos años, pero afectarán la velocidad con la que dicha caída se produzca.

Estas políticas han llevado a Capital Economics a revisar sus previsiones de inflación en Reino Unido ligeramente al alza, hasta el 2.8% y el 2.1% para 2025 y 2026 respectivamente, desde el 2.6% y el 2.0% inicialmente.

Gráfico 7: Punto de equilibrio de la inflación (%)



Source: Bloomberg as of December 13, 2024

UKG5Y5Y Index: UK 5yr5yr Forward Breakeven – **FRGG5Y5Y Index:** France 5yr5yr Forward Breakeven – **FWUSEU55 Index:** EUR Inflation Swap Forward 5yr5yr

En Japón, nuestro escenario central prevé que el IPC aumente un 2.5% en el ejercicio fiscal de 2024, seguido de aumentos de alrededor del 2% en 2025 y 2026. Se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente hasta un nivel consistente con la estabilidad de precios.

En China, la persistencia de una inflación cercana a cero es la última evidencia de que la demanda interna en China sigue siendo débil, a pesar de las medidas de estímulo anunciadas por Pekín desde septiembre, incluyendo recortes en las tasas de interés, más liquidez para los préstamos bancarios y apoyo a los mercados de acciones e inmobiliario.

Política monetaria: retorno a una postura neutral para 2025

El aflojamiento monetario global está en marcha, salvo en Japón, ya que los bancos centrales están pasando de políticas restrictivas a neutrales, lo que implica una reducción de las tasas de interés en los próximos trimestres.

Gráfico 8: Previsiones de tipos de interés oficiales (%)

	EE. UU. ¹	Zona euro	CH	UK	JP
Actual ²	4.75	3.00	0.50	4.75	0.25
Q4 2025 ³	3.50	1.75	0.25	3.75	1.00
Tasa Neutral	3.75	2.00	0.25	4.00	0.75

Source: Factset, Bloomberg

En **Estados Unidos**, se espera que la Reserva Federal continúe recortando las tasas de interés hasta 2025, con un rango objetivo de 3.25%-3.50%. Se anticipa que estos recortes se realicen en cada reunión del primer trimestre y luego a un ritmo más lento. A finales de noviembre, el mercado asignaba un 60% de probabilidad a un recorte de 25 puntos básicos en diciembre. Sin embargo, el mercado parece ser menos optimista sobre futuros recortes de tasas a lo largo de 2025 en comparación con las previsiones actuales. Esto podría reflejar preocupaciones sobre un posible repunte de la inflación debido a las políticas inflacionarias de la próxima administración republicana.

Esperábamos una disminución sincronizada de las tasas de interés en respuesta a la desaceleración de la inflación, pero los recientes resultados electorales han alterado esta dinámica.

En la **zona euro**, las incertidumbres relacionadas con los aranceles punitivos sobre las exportaciones europeas probablemente afecten el crecimiento económico. Estos riesgos deberían permitir al Banco Central Europeo adoptar una política monetaria aún más acomodaticia, con una reducción de la tasa de interés clave de la eurozona hasta el 1.75%.

En el **Reino Unido**, el presupuesto expansivo de otoño ha provocado una reevaluación de la trayectoria y el nivel de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimiento. No obstante, la tendencia hacia la desinflación no está en duda. Por ello, se espera que la tasa base se recorte en 25 puntos básicos cada trimestre durante 2025, alcanzando el 3.75% a finales de año.

En **Japón**, la senda hacia una inflación sostenible permitirá al Banco de Japón normalizar gradualmente su política monetaria. Las expectativas actuales apuntan a dos incrementos de tasas en 2025, probablemente de 25 puntos básicos en enero y otro en el verano, lo que llevaría la tasa de política a 0.75% a finales de 2025.

En **China**, el esperado cambio de política hacia la demanda interna y el consumo comenzó en septiembre, cuando el Banco Popular de China recortó las tasas de interés a corto plazo y la ratio de requisitos de reserva para combatir las presiones deflacionarias.

¹ Upper Limit

² As of December 13, 2024

³ End of Period

Valoración de activos: valoraciones exageradas no solo en los mercados de renta variable

A medida que la inflación ha disminuido significativamente desde su pico, los tipos de interés reales han salido del territorio negativo y han vuelto a niveles vistos antes de la crisis financiera global o en la década de 1990. Estos niveles restrictivos dan a los bancos centrales margen para reducir aún más las tasas. Sin embargo, las preocupaciones sobre los déficits fiscales excesivos están reduciendo el potencial alcista de los bonos soberanos a largo plazo (empinamiento de la curva), ya que los inversores exigen un rendimiento adicional por dicho riesgo.

En **Estados Unidos**, la combinación de estos factores llevará a tasas de interés terminales más altas de lo esperado y, al mismo tiempo, a mayores rendimientos a largo plazo con el tiempo. Aunque el caso para una duración larga en Europa se está haciendo más claro a medida que las perspectivas de crecimiento se deterioran debido a las incertidumbres comerciales y geopolíticas globales. Además, el estancamiento político en Francia y las próximas elecciones en Alemania podrían llevar a un mayor aflojamiento fiscal y, por lo tanto, a más diferenciación en los mercados de bonos europeos.

Hasta ahora, el beneficiario obvio de estos desarrollos e incertidumbres ha sido el mercado de bonos suizos, donde el rendimiento de los bonos soberanos a 10 años ha alcanzado entre 20 y 25 puntos básicos. En el Reino Unido, el presupuesto de otoño del gobierno llevará a un aumento significativo de las necesidades de endeudamiento, lo que incrementará las expectativas de tasas de interés y los rendimientos de los bonos.

Los **diferenciales de crédito** se han estrechado considerablemente en 2024. En Estados Unidos, el diferencial de grado de inversión (IG) está por debajo de los 100 puntos básicos, mientras que el diferencial de alto rendimiento (HY) está por debajo de los 350 puntos básicos. De hecho, son estrechos, pero deberían mantenerse así en 2025 gracias a los fundamentos y aspectos técnicos favorables.

A pesar de los diferenciales ajustados, esperamos que permanezcan cerca de los niveles actuales en 2025. Los diferenciales están caros, pero las valoraciones por sí solas no son suficientes para desencadenar un ensanchamiento masivo de los diferenciales. ¿Pueden los diferenciales mantenerse a estos niveles y, de ser así, por cuánto tiempo? Ha habido episodios breves en los que los diferenciales han estado tan ajustados, pero también ha habido períodos sostenidos en los que los diferenciales de IG y HY en USD han permanecido por debajo de 100 y 350 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 9: Diferencial de crédito (Diferencial ajustado a la opción en %)



Source: Bloomberg as of December 13, 2024

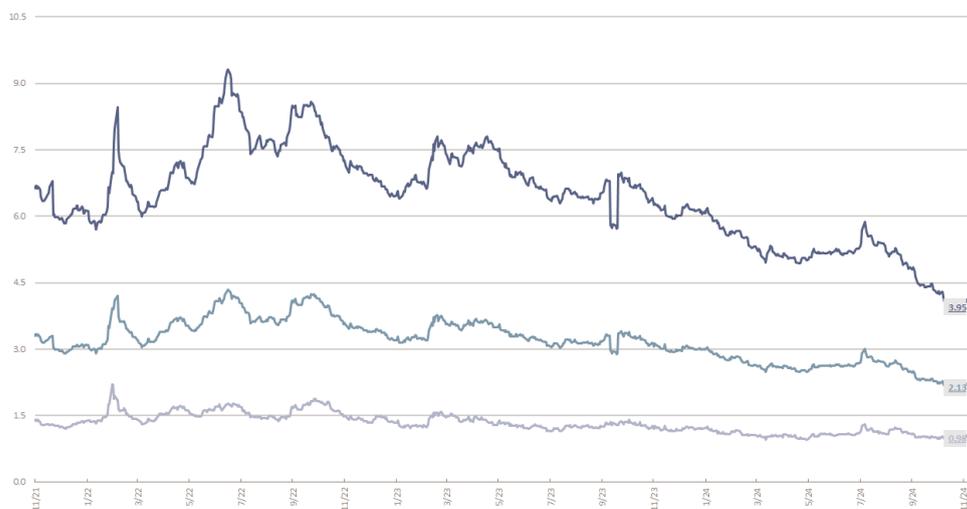
LUACOAS Index: US Agg Corporate OAS – **LECP0AS Index:** Euro Agg Corporate OAS – **LF98OAS Index:** US Corporate High Yield OAS – **LP01OAS Index:** Pan European High Yield OAS

Los diferenciales de **crédito soberano de los mercados emergentes**, junto con otros productos de diferenciales de crédito, se encuentran en sus niveles más ajustados en varios años. El ajuste de los diferenciales soberanos en moneda fuerte ha sido un factor importante en el rendimiento total de casi el 7% hasta la fecha este año.

Al igual que en el mercado de crédito de EE.UU., los niveles actuales de diferenciales están reflejando un panorama macroeconómico constructivo, pero los cambios en la política fiscal y comercial de EE.UU. podrían generar vientos en contra para el crecimiento de los mercados emergentes, y la naturaleza inflacionaria de estas políticas podría apoyar un escenario de tasas de interés más altas por más tiempo en EE.UU., lo cual resultaría desafiante para los rendimientos totales soberanos de los mercados emergentes.

Por lo tanto, la combinación de la presión de un dólar estadounidense más fuerte y las tasas de interés justifica un enfoque cauteloso en el espacio soberano de los mercados emergentes. Al igual que en 2024, centramos nuestras inversiones en bonos de mercados emergentes exclusivamente en el segmento corporativo en moneda fuerte. Dentro de este segmento tan específico, favorecemos un enfoque centrado en la selección de emisores (idiosincrático), particularmente en países donde la calificación soberana impide una calificación más favorable para la empresa emisora ("buena empresa en un mal país").

Gráfico 10: Diferenciales de los mercados emergentes (diferencial ajustado a la opción, en %)



Source: Bloomberg as of December 13, 2024

BEBGOAS Index: EM Sovereign High Yield OAS – **EMUSOAS Index:** EM USD Aggregate OAS – **BEHGOAS Index:** EM Sovereign Investment Grade OAS

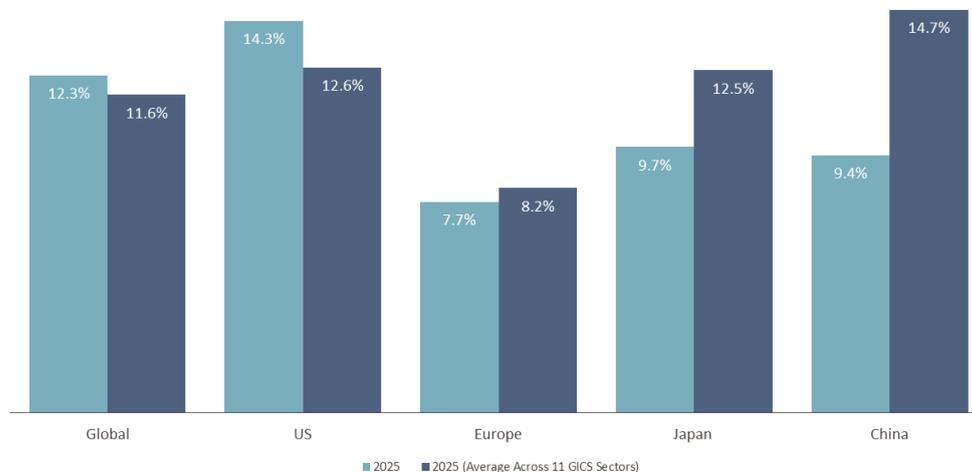
Valoración de acciones: todo sobre el crecimiento de los beneficios

La principal preocupación a principios de 2023 fue la amenaza de una desaceleración económica, pero esto no se materializó, ya que la economía mostró una resistencia que sorprendió a muchos economistas. Luego, la política acaparó la atención de los inversores, y las incertidumbres en torno a las elecciones aumentaron los temores, lo que condujo a mayores niveles de volatilidad. La resolución de las elecciones de EE. UU. con la victoria republicana ha aportado claridad y mayor certeza política, al menos inicialmente.

La agenda de Trump debería ser favorable para el crecimiento de EE. UU. y, por lo tanto, para las acciones de EE. UU., y probablemente será un lastre para el crecimiento del resto del mundo y, en última instancia, para los beneficios.

Para ser claros, el crecimiento de los beneficios es importante, pero las sorpresas de beneficios son aún más importantes y determinarán los rendimientos futuros. Dado que las expectativas de beneficios en EE. UU. son ambiciosas, con el consenso de crecimiento de beneficios de alrededor del 15% en 2025, el riesgo de decepción es mayor, y aún más alto para las mega capitalizaciones tecnológicas.

Gráfico 11: Estimaciones de crecimiento del BPA del ejercicio por regiones (%)



Source: I/B/E/S, MSCI, Standard & Poors', and Thomson Reuters Datastream as of November 30, 2024

Renta variable estadounidense: valoración exagerada

Esperamos que el impulso positivo de los beneficios continúe. A nivel de índice, se espera que el mercado de EE. UU. consiga un crecimiento de beneficios del 5.8% en el tercer trimestre de 2024 y un impresionante 12.0% en el cuarto trimestre, mientras que la previsión del consenso para 2025 es de un crecimiento de beneficios del 15.0%.

En términos de ganancias por acción (EPS), la mediana de las estimaciones del consenso top-down es de \$268 para 2025 y \$288 para 2026, mientras que las estimaciones bottom-up son de \$274 y \$300, respectivamente, y se espera un crecimiento de ingresos del 5.7%, consistente con una previsión de crecimiento real del PIB de 2.2%-2.5% e inflación del 2.5% para finales de 2025.

Gráfico 12: Crecimiento de los beneficios (% interanual)

	Q4 2024	CY 2024	CY 2025
S&P 500	12.0	9.4	15.0
Servicios de comunicación	20.7	21.6	15.5
Consumo discrecional	12.5	14.5	12.5
Productos de primera necesidad	(1.7)	2.7	5.6
Energía	(23.3)	(16.9)	6.1
Finanzas	38.9	16.4	8.6
Sanidad	12.6	4.1	20.7
Industriales	(2.9)	(0.1)	19.0
Tecnologías de la información	13.9	17.6	23.2
Materiales	1.1	(8.6)	18.9
Inmobiliario	6.6	4.5	4.7
Servicios	12.9	10.4	9.0

Source: FactSet (November 22, 2024)

El P/E a 12 meses es de 22.0x, por encima de los promedios de 5 años (19.6x) y 10 años (18.1x). En los últimos dos años, el múltiplo P/E del índice ha aumentado más del 25%. A finales de 2022, un año difícil para los "Siete Magníficos", que cayeron un 45.3%, el mercado cotizaba a un P/E trailing de 22.1x, frente a 28.4x el 1 de octubre de 2024.

Si bien las valoraciones por sí solas son débiles predictores de los rendimientos a corto plazo, podrían amplificar la corrección en caso de un shock negativo. Sin embargo, una política fiscal expansiva y una Reserva Federal más dovish son vientos a favor innegables para el mercado. Por otro lado, si la Reserva Federal se volviera más hawkish en respuesta a los choques de oferta, como los aranceles o las deportaciones, esto podría generar una onda de choque para la cual el mercado no está completamente preparado, lo que podría conducir a turbulencias en el mercado.

El crecimiento superior de los beneficios de los "Siete Magníficos" ha sido el principal motor del rendimiento superior frente al mercado en general. Sin embargo, la brecha de crecimiento de beneficios entre estos dos grupos se estrechará en 2025 y 2026. Como resultado, creemos que las empresas de mediana capitalización están bien posicionadas para beneficiarse del sólido crecimiento económico nacional en 2025, ya que generan una mayor proporción de sus beneficios a nivel nacional y, por lo tanto, están menos expuestas a las tensiones comerciales.

Renta variable europea: sin alivio inmediato, pero ...

De cara a 2025, se espera que el crecimiento económico siga siendo moderado, con previsiones para la zona euro (por debajo del 1.0%) y el Reino Unido (por encima del 1.0%) principalmente impulsadas por los aranceles estadounidenses, el conservadurismo fiscal y los obstáculos en la manufactura. Se prevé que algunos de estos obstáculos se suavicen en 2025, tanto en el ámbito macroeconómico como en el de crecimiento de beneficios.

Además, creemos que el retraso en las acciones de la zona euro está completamente exagerado. Desde octubre de 2022 (13/10/2022), las acciones de la zona euro han quedado rezagadas respecto al índice estadounidense en términos de moneda local. En nuestra opinión, todos estos obstáculos parecen estar completamente reflejados en las valoraciones de las acciones europeas. Con un ratio de 13 veces las ganancias esperadas, las acciones europeas se negocian con un descuento de alrededor del 40%, un nivel de valoración relativo históricamente bajo.

Aunque la falta de crecimiento seguirá siendo el principal desafío, y sin querer restar importancia a los problemas que enfrenta la región y la enorme cantidad de trabajo que queda por hacer para recuperar competitividad, los niveles actuales parecen reflejar gran parte de las malas noticias. La resolución de la guerra en Ucrania o la adopción de un plan de recuperación e inversión basado en políticas fiscales menos restrictivas podrían actuar como un catalizador para una nueva valoración.

Japón: vulnerable a la desaceleración mundial

Aparte de la imposición indiscriminada de aranceles por parte de los EE. UU., la confluencia de factores positivos, como un crecimiento económico constructivo, aclaraciones post-electorales y las expectativas de estímulo económico en China, deberían apoyar el crecimiento de los beneficios corporativos.

Los resultados mixtos publicados para el segundo trimestre se debieron en gran parte al fortalecimiento del yen frente al dólar. Sin embargo, desde las elecciones estadounidenses y el repunte del dólar, algunas de estas preocupaciones se han aliviado.

La salida de la deflación debería seguir respaldando los flujos internos, mientras que la reducción de la incertidumbre política podría atraer flujos internacionales, especialmente a medida que países como China se vuelven más difíciles de invertir para muchos inversores de mercados desarrollados.

Mercados emergentes: obstáculos bajo el mandato de Trump 2.0

El regreso de Trump a la Casa Blanca, conocido como Trump 2.0, es un factor preocupante para los mercados emergentes. De hecho, la agenda proteccionista probablemente representará desafíos para China y México, ya que contrasta con el escenario electoral anterior de EE. UU., que apuntaba a un aterrizaje suave acompañado de una disminución gradual de las tasas de interés sin recesión.

Renta variable china: Contexto externo desafiante

Se espera que el crecimiento real del PIB de China se desacelere del 4.9% en 2024 al 4.5% en 2025. El bajo nivel absoluto de inflación refleja los obstáculos a la demanda interna. Las autoridades chinas han lanzado un amplio estímulo monetario y fiscal para reactivar la economía y contrarrestar proactivamente el posible impacto de las tensiones comerciales.

El consenso de crecimiento de beneficios para el CSI 300 es actualmente del 14% en 2025, ya que los aranceles más altos eventualmente se verán parcialmente mitigados por una moneda más competitiva y medidas políticas más contundentes. En cuanto a valoración, el índice general de China actualmente cotiza con un descuento del 46% y 23% frente a los mercados desarrollados y los mercados emergentes excluyendo China.

C onvicciones de inversión

Desempeño de nuestras convicciones para el segundo semestre de 2024

#1 – Bonos del Estado a largo plazo ⁴:

Los bonos gubernamentales a largo plazo en EUR tuvieron un rendimiento destacado en noviembre, alcanzando un retorno cercano al 9.0%, superando ampliamente al mercado. En contraste, el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. fue menos notable, con variaciones dependiendo de los vencimientos.

#2 – Bonos corporativos de mercados emergentes ⁵:

Los diferenciales de EM y EE. UU. se han estrechado, mientras que los rendimientos de los bonos a 10 años de EE. UU. se mantuvieron casi planos durante el periodo, a pesar de la venta masiva en octubre, que fue parcialmente revertida en noviembre. El lado de EE. UU. se benefició principalmente de la victoria de Trump

#3 – « Los Cinco Fantásticos »⁶ frente a « Los Siete Magníficos »⁷:

« Los Siete Magníficos » marcó la pauta, con un aumento del 27.4% en la segunda mitad del año. ¿Cómo podría el grupo de « Los Cinco Fantásticos » liderar cuando este conjunto de títulos cayó más de un 9%?

#4 – Añadir diversificación (valor frente a crecimiento)⁸:

Se sigue observando una discrepancia entre Europa y EE. UU.: mientras que las acciones de valor en Europa se beneficiaron del entorno de tipos de interés, las acciones de crecimiento de EE. UU. hicieron un espectacular regreso en diciembre.

#5 – Pequeñas y medianas empresas europeas y estadounidenses ⁹:

Las pequeñas y medianas empresas superaron a las grandes en ambas regiones. En EE. UU., las pequeñas y medianas empresas ganaron un 11% en noviembre, impulsadas en gran medida por los resultados electorales. En Europa, los retornos fueron más estables, pero siguieron una dirección similar.

Source: Bloomberg

⁴ Bloomberg US Long Treasury Total Return (+2.73%) vs Bloomberg US Intermediate Treasury Total Return (+2.76%); Bloomberg Euro Agg Treasury 10+ Total Return (+8.7%) vs Bloomberg Euro Agg Treasury Total Return (+5.6%)

⁵ iBoxx USD EM Broad Corporates IG (+3.6%) vs Bloomberg US Corporate IG Total Return (+4.6%); iBoxx USD EM Broad Corporates HY Total Return (+5.7%) vs Bloomberg US Corporate High Yield Total Return (+6.4%)

⁶ ASML holding, AstraZeneca, Novo Nordisk, LVMH y SAP

⁷ Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla

⁸ Russell 1000 Value Total Return (+11.5%) vs Russell 1000 Growth Total Return (+10.8%); MSCI Europe Value Net Total Return (+5.5%) vs MSCI Europe Growth Net Total Return (-1.1%)

⁹ Russell 2000 Total Return (+17.6%) vs Russell 1000 Total Return (+13.0%); MSCI Europe Net Total Return (+2.0%) vs MSCI Europe Mid Cap Net Total Return (+5.8%) and MSCI Europe Small Cap Net Total Return (+3.0%)

Convicciones para el primer semestre de 2025

#1 – Medianas capitalizaciones estadounidenses: el camino a seguir

El segmento de pequeñas y medianas empresas es muy sensible a los cambios en las expectativas de tasas de interés. El hecho de que la Reserva Federal haya adoptado un enfoque más dovish y haya iniciado su ciclo de recortes de tasas ha favorecido a este segmento del mercado.

El alivio monetario debería restaurar la confianza de los gestores y aumentar la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A). En términos de valoración absoluta, las acciones están en línea con los promedios a largo plazo y son atractivas en relación con las grandes capitalizaciones, con un descuento de alrededor del 11%, por debajo de los promedios históricos.

Finalmente, las iniciativas de relocalización que se han promovido durante varios trimestres y que son clave en el contexto de la política "Trump 2.0" deberían ayudar a este segmento del mercado a realizar una recuperación sostenida.

#2 – Bonos corporativos de mercados emergentes: los diferenciales y los rendimientos siguen siendo atractivos

Las elecciones presidenciales de EE. UU. a principios de noviembre fueron uno de los eventos más importantes del año. La mezcla de políticas procrecimiento de Trump podría ser algo inflacionaria y llevará a que la Reserva Federal realice menos recortes de tasas hasta 2025. Al igual que los bonos de alto rendimiento de EE. UU., los bonos de alto rendimiento de los mercados emergentes son menos sensibles a las tasas de interés y, por lo tanto, deberían verse menos afectados negativamente por un aumento significativo de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. Además, como se destacó en nuestra última publicación, los fundamentos del crédito corporativo de los mercados emergentes siguen siendo sólidos y están en una trayectoria de mejora, particularmente en el segmento de alto rendimiento.

#3 – Curva de rendimiento estadounidense: pendiente bajista

El diferencial entre los rendimientos de los bonos a 2 y 10 años de EE. UU. se normalizó en 2024 e incluso volvió a ser positivo en septiembre. El empinamiento de la curva ocurrió mucho antes de las elecciones de noviembre, a diferencia de 2016, cuando un movimiento similar ocurrió inmediatamente después de las elecciones.

El aumento en el premio por la duración refleja el deterioro acelerado de la situación fiscal en el contexto del cambio en la doctrina fiscal de EE. UU.

Recomendamos vender el extremo largo de la curva en favor de los vencimientos más cortos. La elección de Trump en 2024 estuvo seguida por un moderado empinamiento de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU., mucho menor que en 2016. El mismo guion: las acciones suben, las curvas se empinan y el premio por el plazo aumenta.

#4 – Dólar estadounidense: optimismo por ahora

La agenda de Donald Trump está ciertamente llena de dinámicas contradictorias, y sí, el dólar de EE. UU., al igual que otros activos, está generosamente valorado. Sin embargo, el crecimiento de EE. UU. continuará superando al resto del mundo y es poco probable que esta tendencia se revierta, dado el enfoque procrecimiento interno de la política.

Al mismo tiempo, medidas como los aranceles afectarán la actividad fuera de EE. UU., lo que podría llevar a una respuesta más agresiva en términos de alivio monetario. Como resultado, las diferencias en las tasas de interés entre las zonas se ampliarán, actuando como un catalizador para los flujos hacia activos denominados en dólares.

A signación por clases de activos

Clase de Activo

	S1 24	S2 24	S1 25
Efectivo	=/+	+	-
Renta fija	-/=	=	-
Renta variable	+	=	=/+
Alternativos	-/=	-/=	+
Divisas (USD vs. G10)	=	=/+	=/+
Materias primas	-/=	-	-

Renta Fija

		S1 24	S2 24	S1 25
Gobierno Bonos	EE. UU.	=/+	+	-
	UE	=/+	+	+
	UK	=	=	=
	CH	-	=	=
Empresa Bonos	EE. UU. IG	+	+	=
	UE IG	+	+	=
	EE. UU. HY	+	+	+
	UE HY	+	+	+
Mercados emergentes	Soberano HC	-/=	=	=
	Soberano LC	=	=	-
	Empresa IG - HY	+	+	+

Renta variable

		S1 24	S2 24	S1 25
EE. UU.	Grande	-/=	-/=	=
	Pequeña	=/+	=	+
Europa	UE Grande	=/+	+	=
	UE Pequeña	+	+	-
	CH Grande	=	=	=
	CH Pequeña	+	+	-
	UK	=	=	=
Otros	Japón	-	-	-
	China	+	=/+	=
	India	=	=	+
	Otros EM	=	=	=

(-) Infraponerar, (=) Neutral, (+) Sobreponderar

DISCLAIMER

The Forum Finance Group S.A. (FFG) is authorised by FINMA as asset manager and registered with the SEC as investment adviser. Although every care has been taken by The Forum Finance Group S.A. (FFG) to ensure the accuracy of the information published, no warranty can be given in respect of the accuracy, reliability, up-to-datedness or completeness of this information. FFG disclaims, without limitation, all liability for any loss or damage of any kind, including any direct, indirect or consequential damages, which might be incurred through the use of this document. The entire content of this document is subject to copyright with all rights reserved. You may not reproduce (in whole or in part), transmit (by electronic means or otherwise), modify, or use for any public or commercial purpose this document without the prior written permission of FFG. Please go to www.ffg.com for our full disclaimer.

FFG

FORUM FINANCE

1994

The Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône — CH-1204 Geneva — P.O Box — CH-1211 Geneva 3 — T +41 22 552 83 00

FFGG.COM