



Política de inversión

Octubre 2019

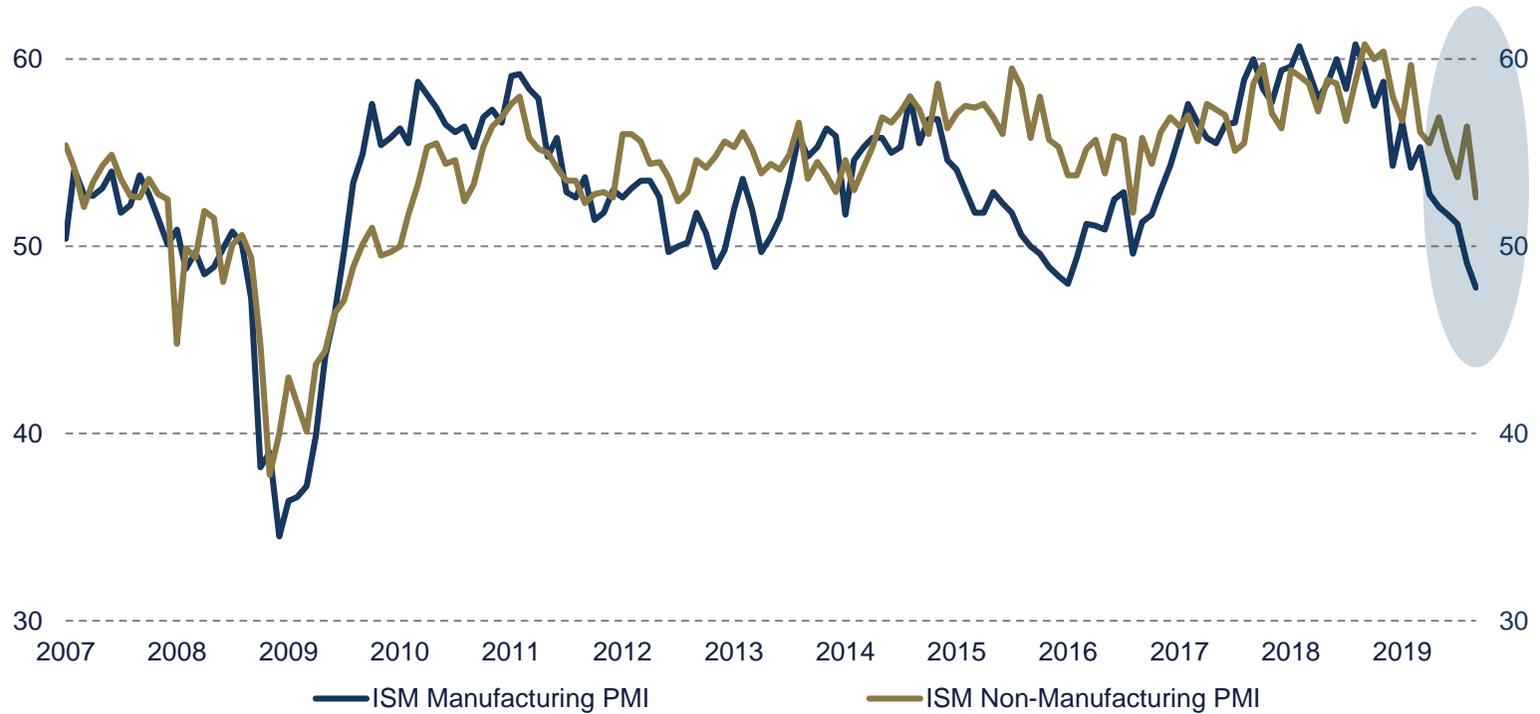
Resumen de mercados – Octubre 2019

- La economía continúa dando **señales contradictorias**. El sector manufacturero apunta a una clara contracción de la actividad, esta vez arrastrando también al sector de servicios. La **desaceleración claramente está comenzando a afectar el sentimiento empresarial**, dado que una **rápida resolución de la guerra comercial parece cada vez menos probable**
- Afortunadamente, la **oportuna reacción de la Reserva Federal** y de otros bancos centrales importantes está proporcionando un apoyo vital a la economía, permitiendo que continúen las **condiciones financieras favorables**. Estas dan soporte a los mercados financieros y de vivienda y, en última instancia, al consumidor estadounidense
- Sin embargo, **esta situación no puede durar indefinidamente** ya que tarde o temprano la debilidad económica se traducirá en menores ganancias corporativas, que generalmente conducen a reestructuraciones corporativas. A este respecto, **cualquier empeoramiento en el mercado laboral tiene el potencial de desencadenar una venta masiva en el mercado**. Por lo tanto, **estamos en una coyuntura crítica**, ya que el tiempo se acaba para llegar a un acuerdo comercial que disipe las incertidumbres empresariales antes de que sea demasiado tarde
- Cuando se trata de posicionar las carteras, ambos escenarios favorecen los activos a largo plazo, dado que es probable que los tipos de interés sigan deprimidos por mucho tiempo, pero **una muy baja prima temporal en los bonos limita las ganancias que se podrían obtener si la economía entrase en una recesión**. Por el contrario, **la prima de riesgo en la acciones proporciona algo de protección** contra una desaceleración de las ganancias o un aumento en los tipos de interés, mientras que permitiría participar de una apreciación si el ciclo económico continuase
- Sopesando la evidencia económica frente a las actuales distorsiones en los precios de los activos causadas por los bajos tipos de interés, creemos que, hoy en día, una asignación prudente debería **sobreponderar la renta variable**, así como los **activos reales** (inmobiliario, infraestructuras), e **infraponer los bonos soberanos de plazos largos**

Política de inversión

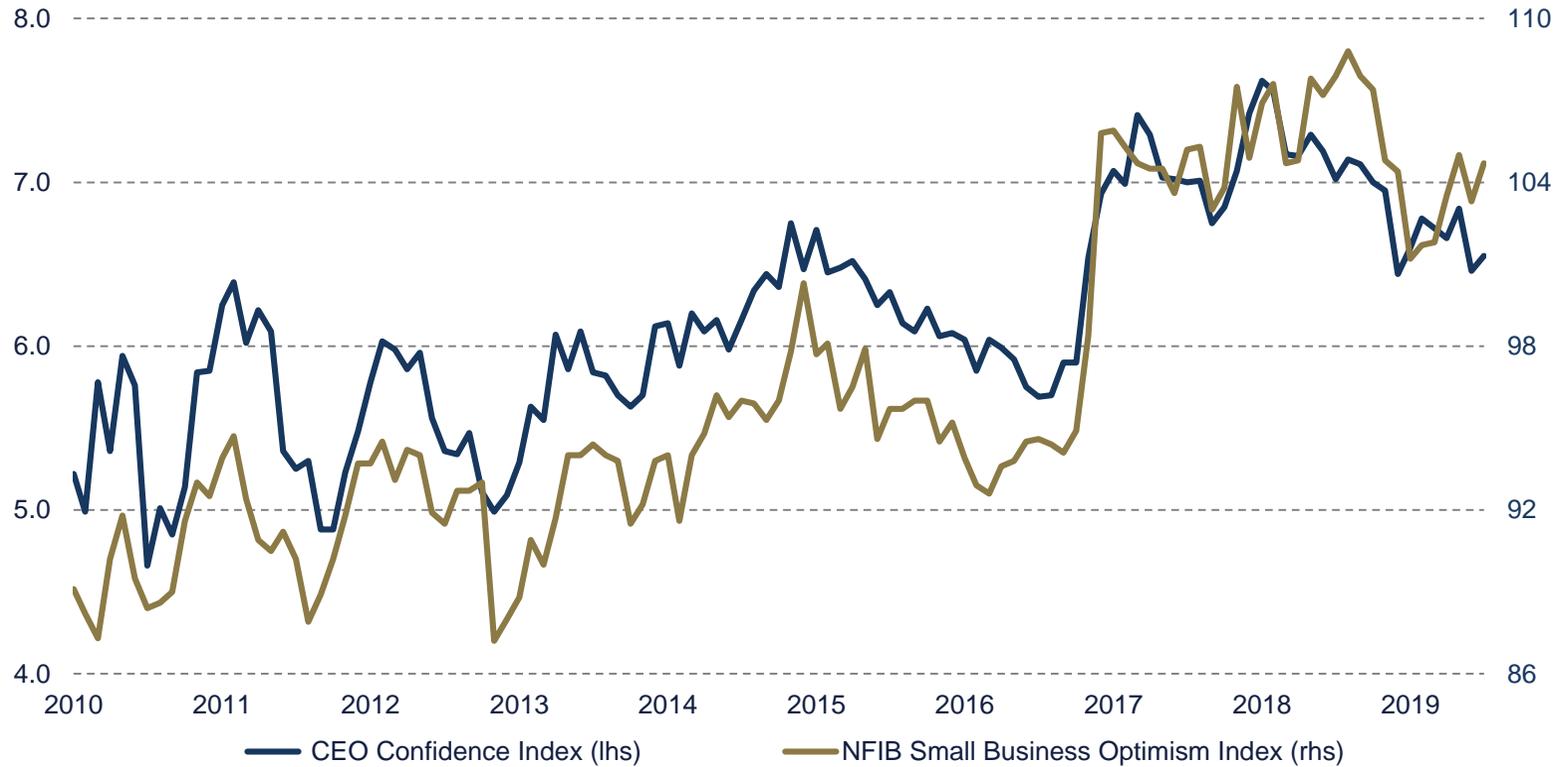
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en los plazos largos no son atractivos, por lo que preferimos vencimientos más cortos
	Crédito US	+	Tanto deuda corporativa como High Yield actualmente ofrecen la mejor combinación de riesgo y rentabilidad. Preferimos los vencimientos a medio plazo ya que la curva de rendimiento se ha aplanado considerablemente y hay un incremento de la prima temporal para compensar el riesgo de tipos de interés
	Soberanos EU	-	La deuda de alta calidad crediticia en euros presenta una combinación muy poco atractiva de riesgo/ rentabilidad, dado que los rendimientos actuales ofrecen muy poco colchón para amortiguar un posible aumento de los tipos de interés
	Crédito EU	=	En el crédito europeo sólo vemos valor en deuda subordinada, valores respaldados por activos y High Yield de corta duración
	Emergentes	+	Los mercados emergentes se han adaptado significativamente a un dólar más fuerte y las incertidumbres en torno al crecimiento. Con el cambio de política de la Fed, pensamos que el crédito emergente ofrece valor a los niveles actuales
Renta Variable	US	+	Tras las recientes correcciones experimentadas, y el aumento de los beneficios, las valoraciones de renta variable americana han mejorado. Hemos incrementado por tanto nuestra exposición al mercado de EE. UU. a través de empresas de calidad /crecimiento
	Europa	=	Desde una perspectiva de valoración relativa, nos gustan las acciones europeas, ya que cotizan con múltiplos más bajos, y esperamos que los beneficios empresariales repunten a medida que la actividad económica se acelere
	Japón	=	Las acciones japonesas son las más baratas de entre los mercados desarrollados, pero han sufrido recientemente debido al lento crecimiento y las preocupaciones sobre el comercio mundial
	Emergentes	=	Los emergentes se han recuperado significativamente a medida que disminuyen las perspectivas de un dólar más fuerte y una desaceleración económica. En consecuencia, hemos aprovechado la oportunidad para reducir nuestra exposición
	Sectores/ Temáticos	+	Además de las acciones de calidad -crecimiento, favorecemos entre otros los sectores de infraestructuras, inmobiliario, biotecnología y farmacéutico
Inversiones Alternativas	Hedge Funds	-	Los fondos de cobertura multi-estrategia/ multi-gestor con liquidez diaria están teniendo un desempeño decepcionante, particularmente si se comparan con otras alternativas de bajo riesgo como la deuda corporativa a corto
	Materias Primas	-	En el entorno actual de ciclo tardío, en el que las presiones inflacionistas se mantienen moderadas, vemos un alza limitada para las materias primas; con la excepción del oro
	Private Equity	=	Invertir en las últimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos, aportando cierta liquidez

La desaceleración en las manufacturas continúa



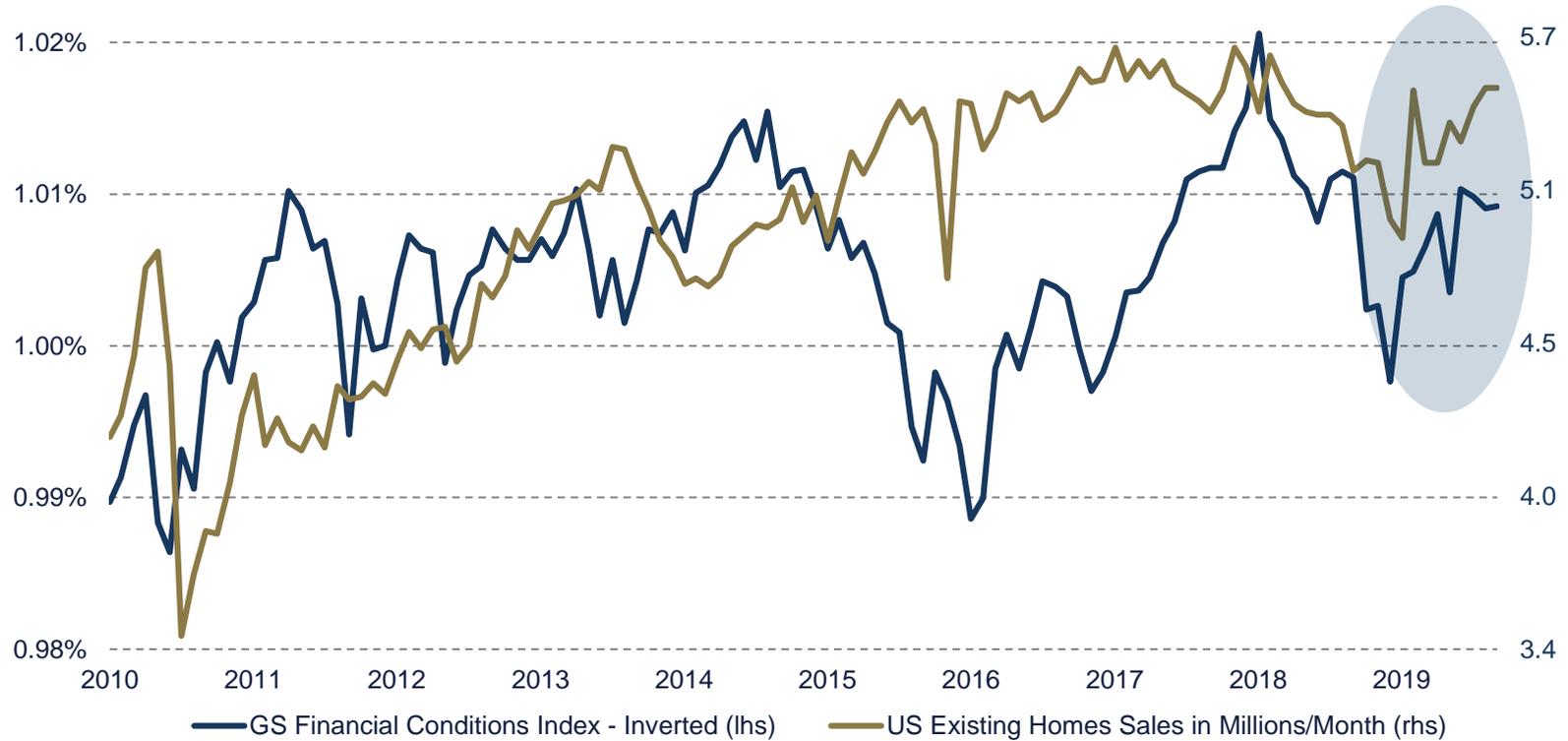
- El **sector manufacturero continuó desacelerándose** durante el mes de septiembre, alcanzando niveles que indican una **contracción en la actividad económica**
- El **sector de servicios**, que se había mantenido relativamente poco afectado por la desaceleración del sector industrial, **comienza también a mostrar signos de contagio**

Y comienza a afectar las decisiones de inversión



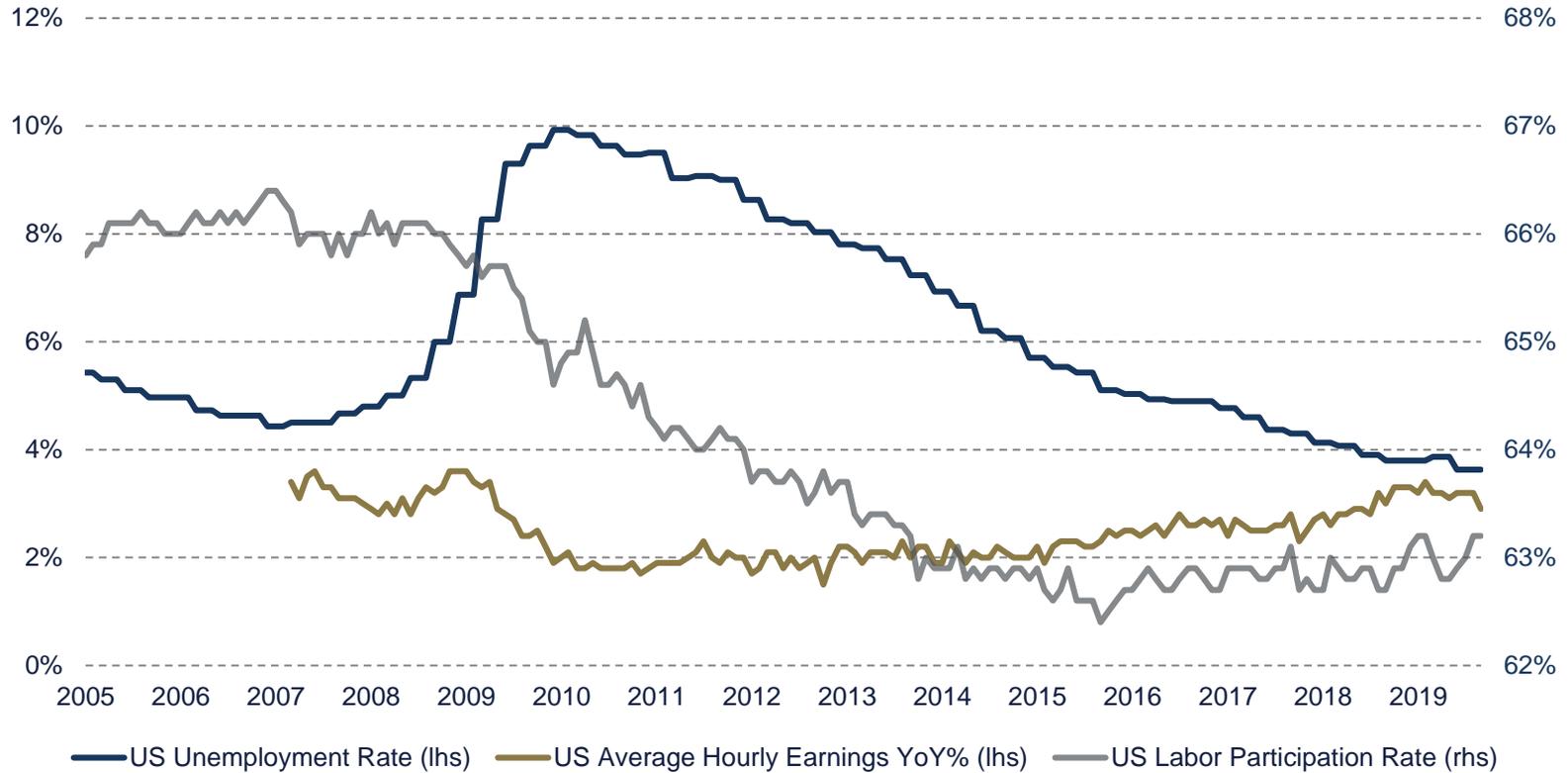
- Como la desaceleración está demostrando ser algo más que una debilidad puntual en la actividad económica, y amenaza con convertirse en una recesión económica, **las empresas están comenzando a adaptar sus planes de inversión**
- Los beneficios corporativos a la baja pueden traducirse en **reestructuraciones corporativas** que impacten al empleo, desencadenando un **ciclo de retroalimentación negativa en la economía**

Los bancos centrales al rescate



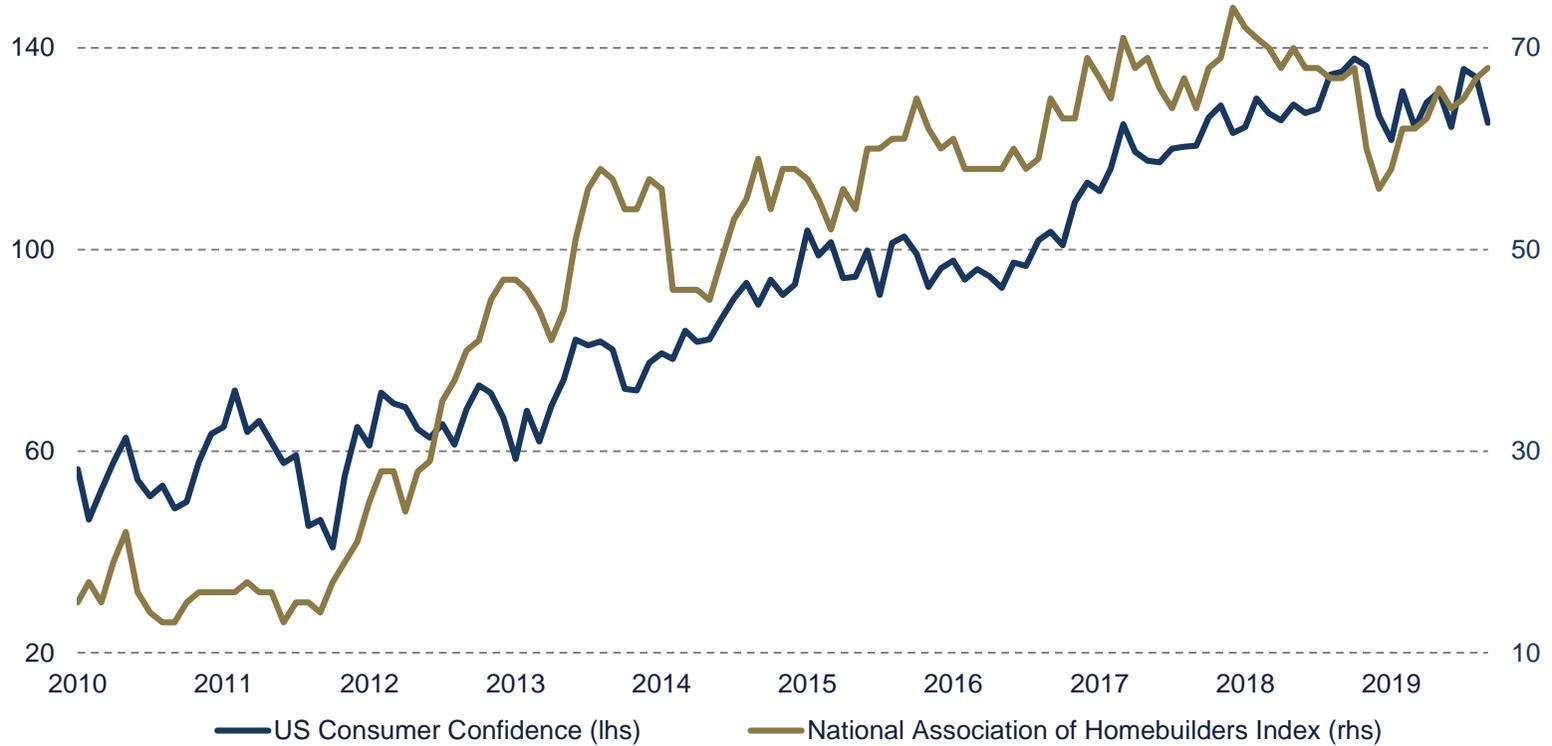
- Para contrarrestar la desaceleración, los bancos centrales y sobre todo, la Fed, se han embarcado en una **ronda de medidas de estímulos monetarios**
- Esto ha tenido un **impacto positivo en las condiciones financieras**, aliviando la carga financiera para corporaciones e individuos por igual

El mercado laboral no se ve afectado de momento



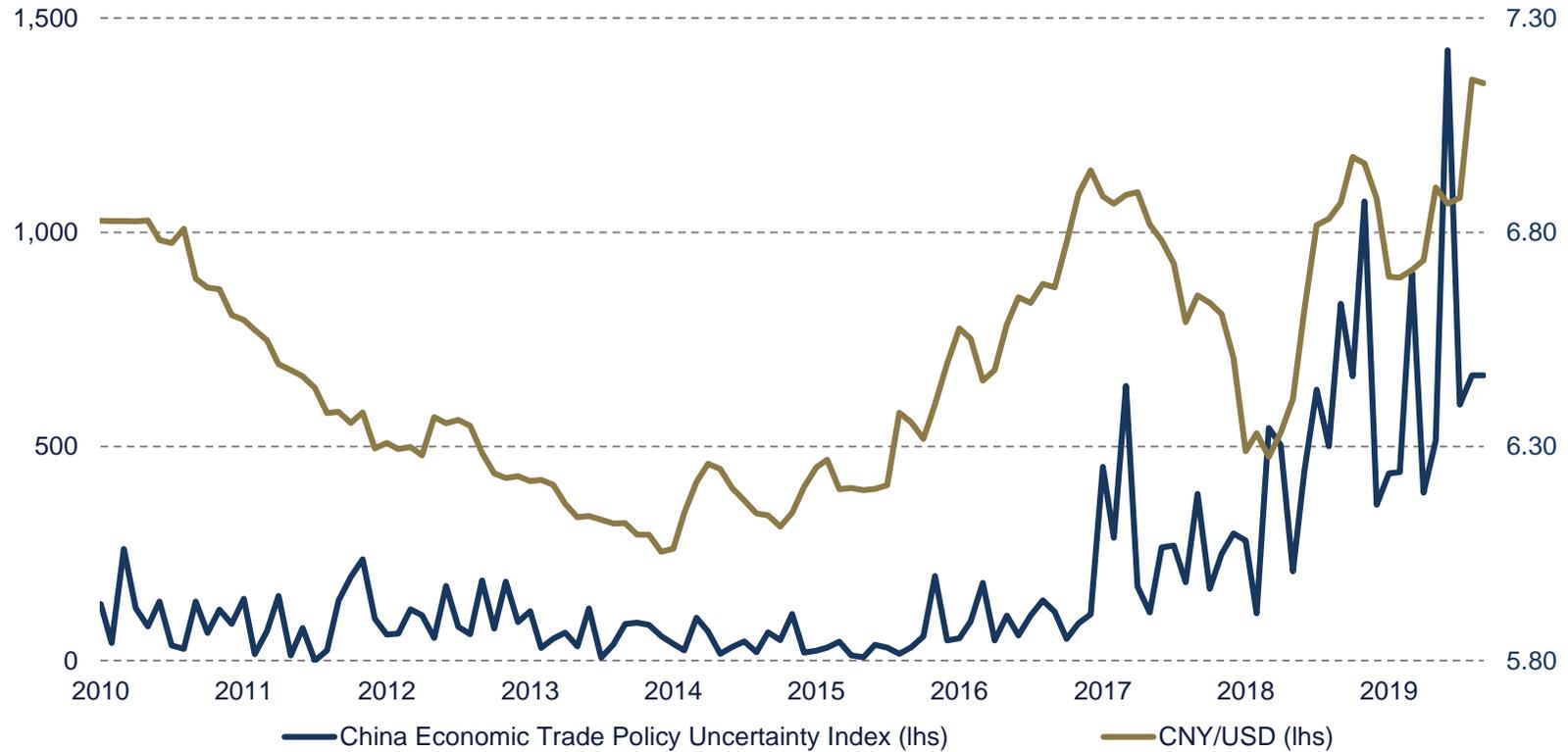
• Hasta el momento no hay señales de que las corporaciones estén comenzando a llevar a cabo rondas de despidos. Por el contrario, tenemos un **mercado laboral casi perfecto**, con **mínimos niveles de desempleo**, una **tasa de participación laboral** que continua recuperándose lentamente y **limitada inflación salarial**

El consumo continua siendo el principal pilar



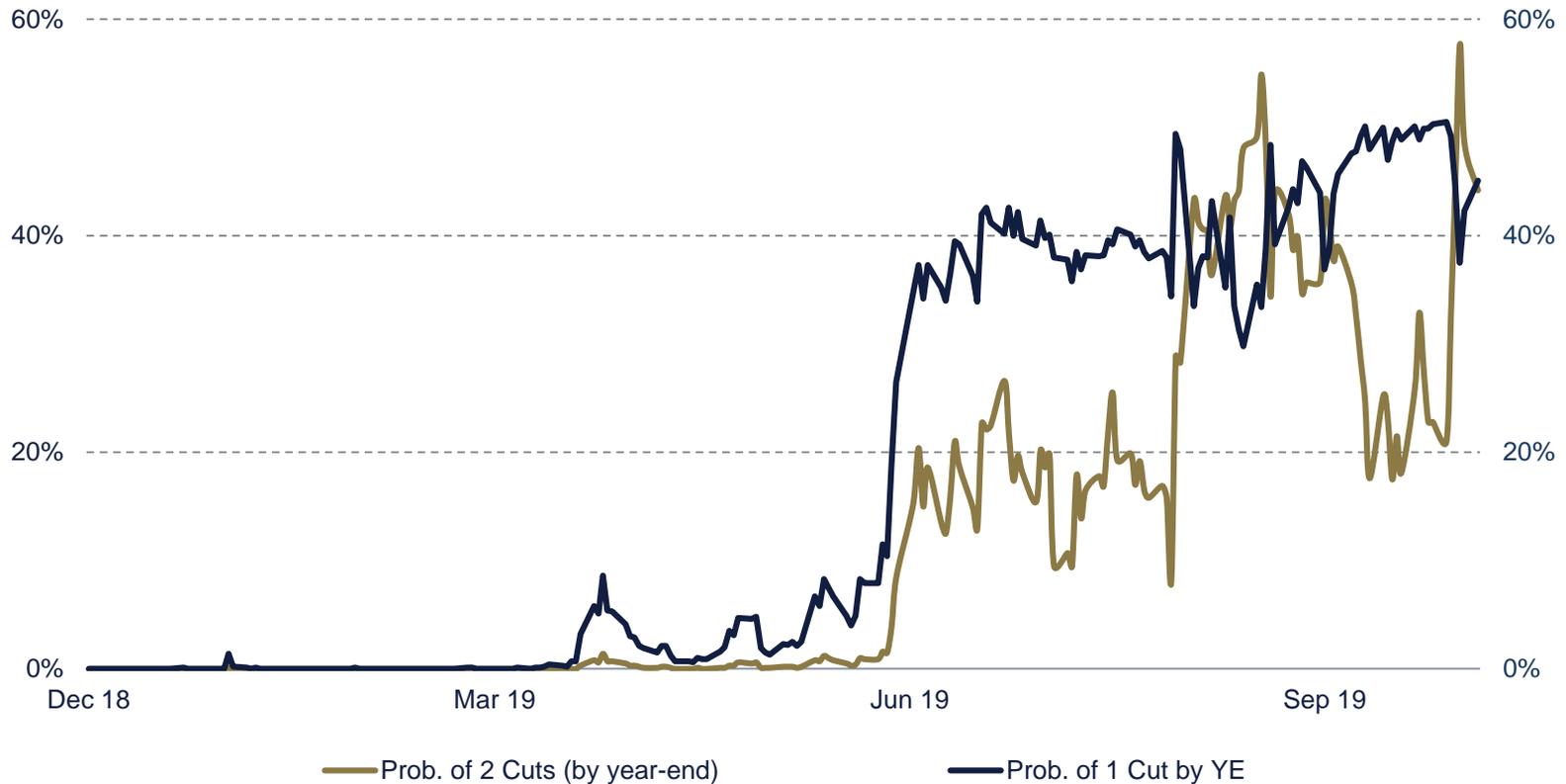
- El pleno empleo, el bajo coste de financiación y un "efecto riqueza" positivo como resultado de la solidez de los mercados de acciones y vivienda, mantienen al **consumidor americano aislado de la desaceleración por el momento**
- Esto está **dando tiempo a la economía para recuperar el impulso perdido**, el cual ha sido provocado por las incertidumbres sobre el comercio mundial

Una resolución de la disputa comercial es clave



- **Las tensiones en torno al régimen de comercio mundial**, y particularmente la disputa entre China y los Estados Unidos, han sido el **principal causante de la desaceleración** de la actividad económica
- **China** ha sido capaz de mitigar el impacto de los aranceles **permitiendo que el Renminbi se deprecie y aplicando medidas fiscales**. Sin embargo, **en Europa la política monetaria sigue siendo la única herramienta**, y las economías orientadas a la exportación como Alemania están al borde de la recesión

La Fed tiene que evitar sorpresas



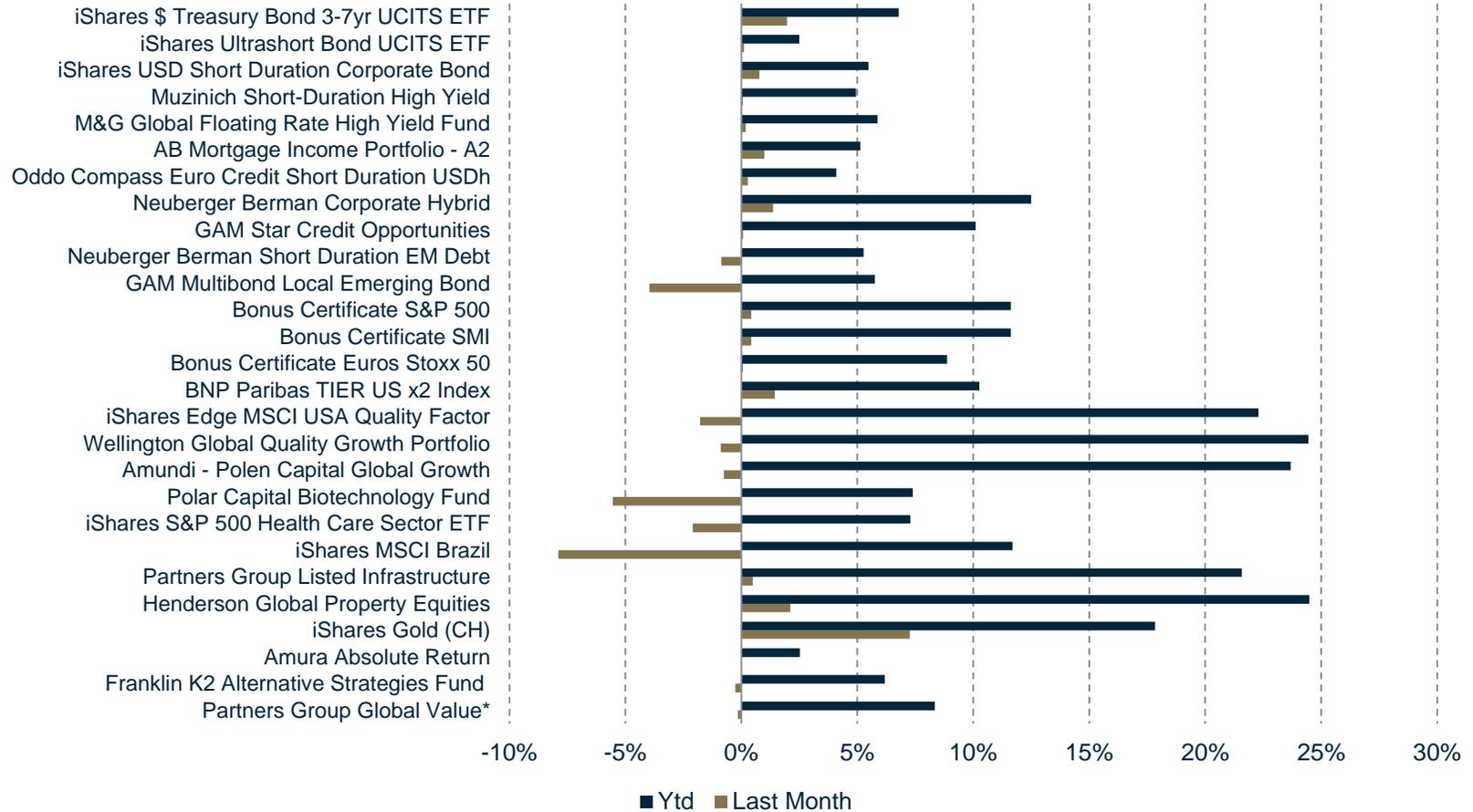
- La Fed ha sorprendido a la mayoría de observadores por lo rápido que ha reaccionado a la débil demanda mundial; **una señal de que desean evitar a toda costa que la economía entre en recesión**
- Sin embargo, **algunas grietas han comenzado a surgir dentro de la propia Fed**, con alguno de sus miembros oponiéndose a llevar a cabo "recortes preventivos" con el desempleo acercándose a mínimos históricos y la confianza del consumidor cercana a máximos históricos

Un mercado movido por el sentimiento inversor



- Con los mercados financieros debatiéndose entre los efectos de la guerra comercial y de la acomodación monetaria, estamos **atrapados en un entorno de "risk-on"/ "risk-off"**
- Dado que asignamos una probabilidad similar a los escenarios de recesión y de "Goldilocks", **recomendamos mantener una exposición de riesgo a los activos de riesgo, pero estableciendo coberturas para protegernos contra una posible corrección**

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 2 de Octubre de 2019
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

Escenarios de inversión

	Escenario 1 Fin del ciclo	Escenario 2 Goldilocks	Escenario 3 Nuevo régimen
Causas	<ul style="list-style-type: none"> Una desaceleración económica mundial causada por accidentes políticos o errores de política monetaria Escenario deflacionista debido a una combinación de bajo crecimiento y factores estructurales La Fed tendrá que cambiar drásticamente de rumbo, lo cual será complicado si la inflación aumenta 	<ul style="list-style-type: none"> El estímulo fiscal en EE.UU. proporciona un impulso a corto plazo a la economía mundial, pero no lo suficiente como para lograr una trayectoria de mayor crecimiento La inflación se recupera, pero continúa moderada a nivel mundial debido a factores estructurales (demografía, endeudamiento, globalización) La Fed mantiene los tipos de interés, o los reduce de forma preventiva 	<ul style="list-style-type: none"> Las preocupaciones sobre el crecimiento se disipan y la actividad económica se acelera en EE. UU., Europa y Japón La inflación en EE. UU. aumenta, como consecuencia del estímulo fiscal del presidente Trump La Fed tiene que acelerar el ritmo de las subidas de tipos y/o reducción del balance
Impacto de mercado	<ul style="list-style-type: none"> Corrección en el crédito debido a un aumento en los impagos y una ampliación de los diferenciales corporativos Corrección en acciones debido a menores ganancias, aunque los bajos tipos serán un apoyo Bonos de alta calidad beneficiados debido a la fuga hacia la calidad y la continuación de una política monetaria ultra-laxa Dólar neutral a débil, ya que la fuga hacia la calidad se compensa con bajos tipos de interés. Caída en las materias primas 	<ul style="list-style-type: none"> Las acciones se aprecian moderadamente, con un mejor comportamiento de las acciones de crecimiento frente a las de valor Los diferenciales de crédito se mantienen estables a medida que el ciclo de crédito se alarga Los bonos soberanos y de alta calidad ofrecen un buen retorno con riesgo limitado El dólar perderá algo de su fortaleza debido al estrechamiento de los diferenciales de tipos Los precios de las materias aumentan moderadamente 	<ul style="list-style-type: none"> El impacto en la renta variable dependerá de cuánto se mantenga el crecimiento económico real y cuán acomodaticia se mantenga la Fed Los bonos de calidad sufrirán fuertes pérdidas debido al alza de tipos El crédito corporativo corregirá moderadamente si la inflación se combina con un mayor crecimiento El USD se apreciará, en particular frente a las monedas frente a la deflación. Las materias primas se beneficiarán de una mayor inflación
Probabilidad	40%	40%	20%

Catalizadores a corto plazo

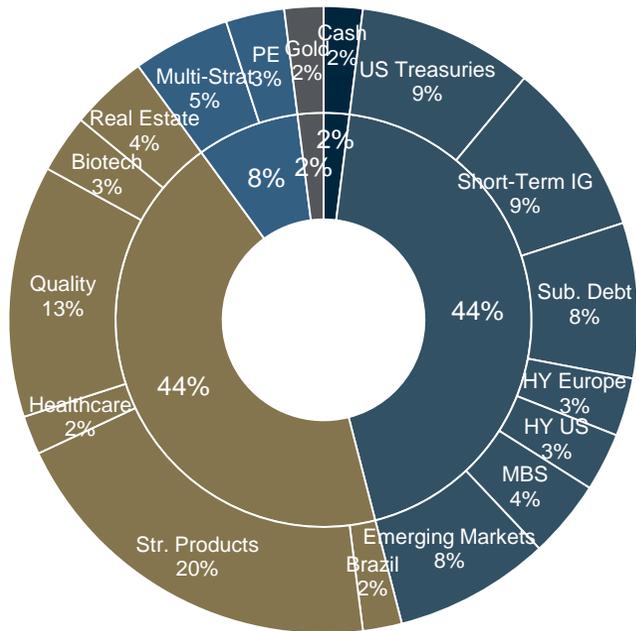
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

Guerra comercial, Brexit "duro", proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo

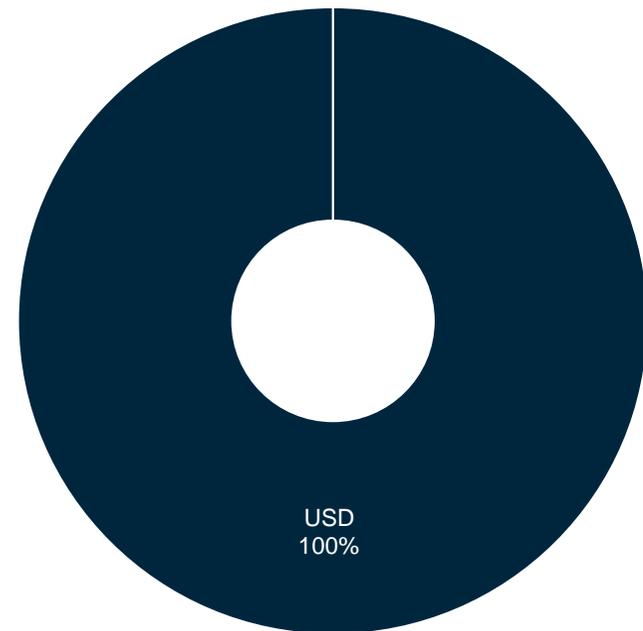
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



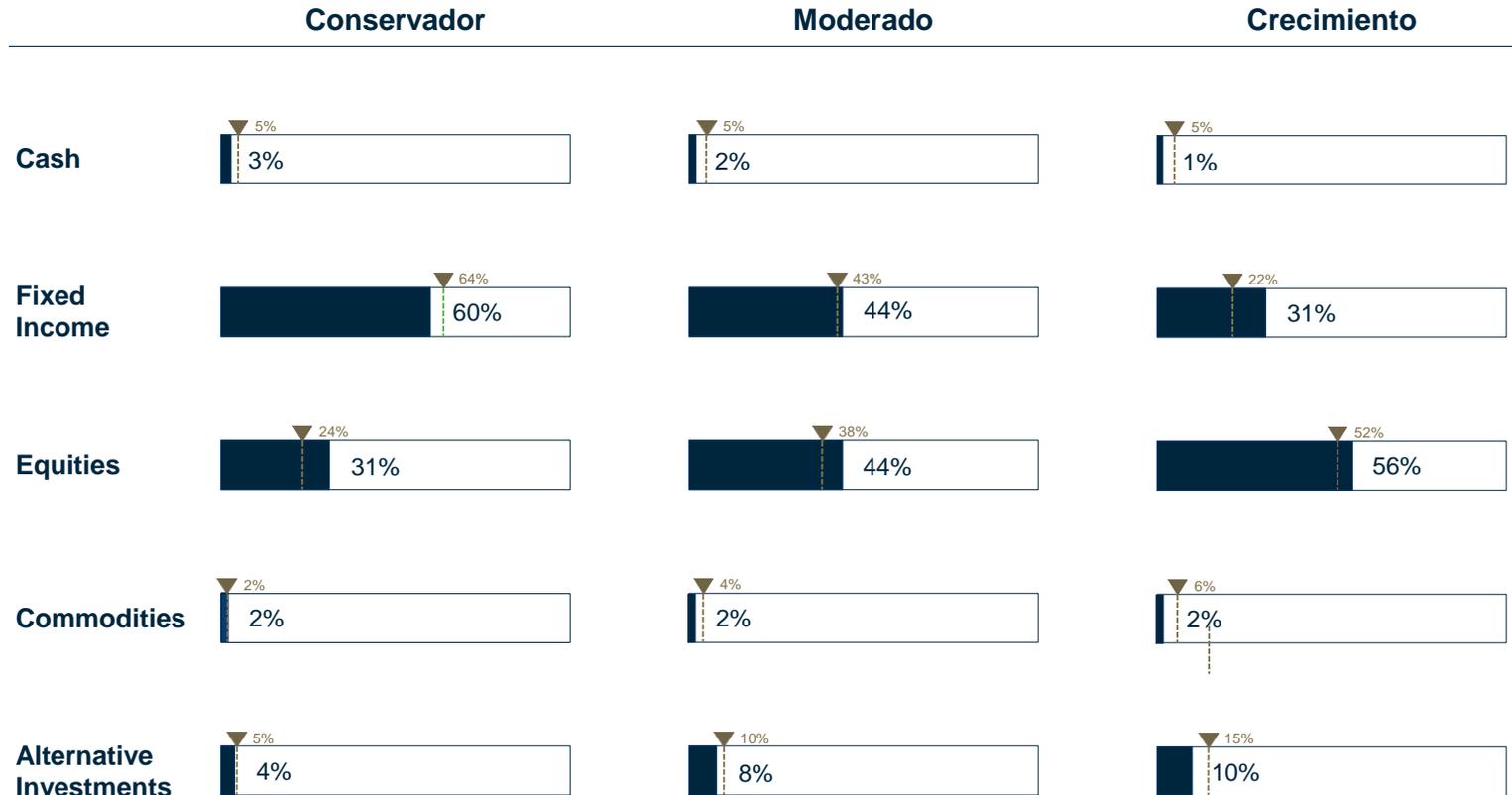
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



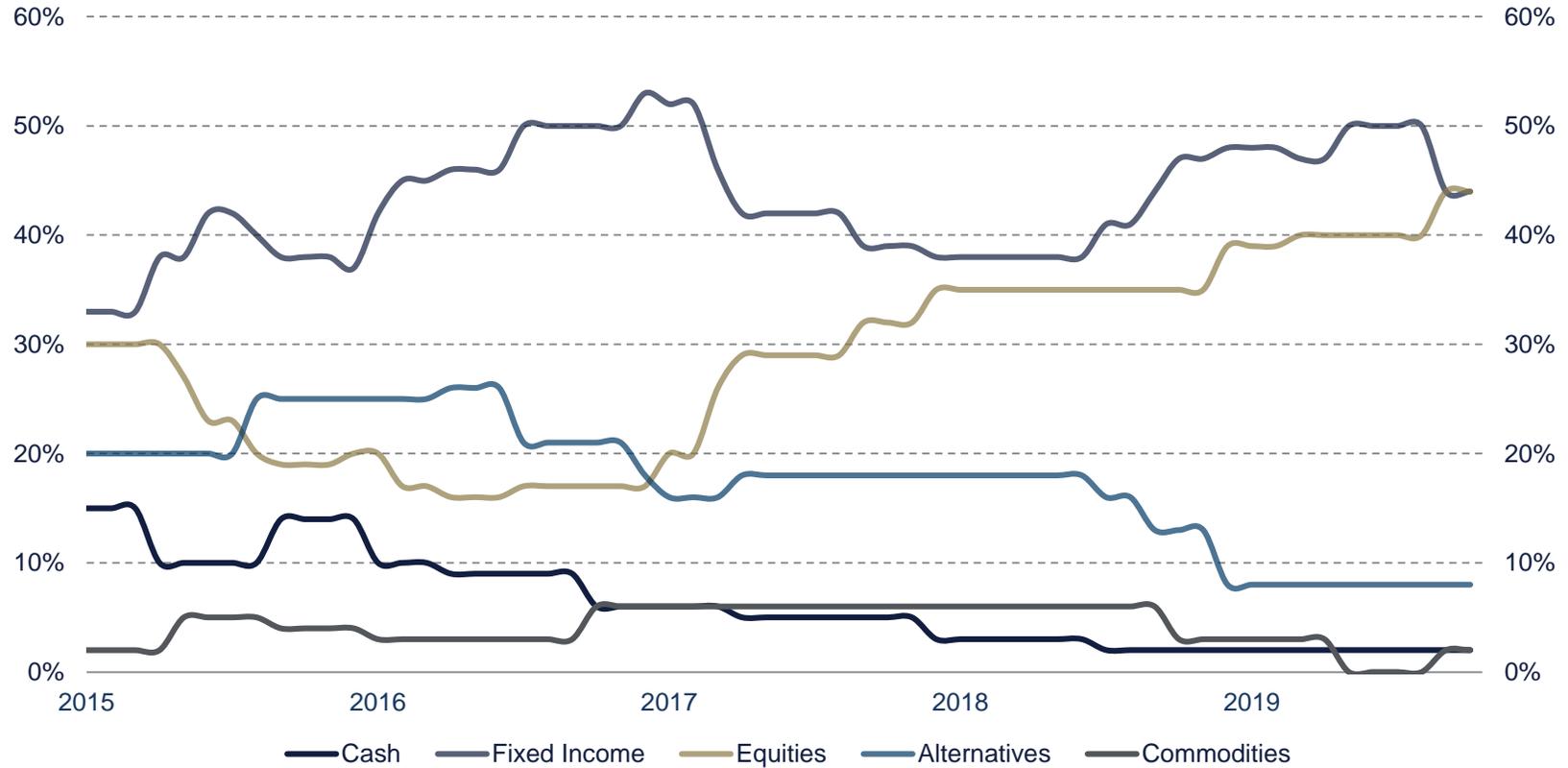
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

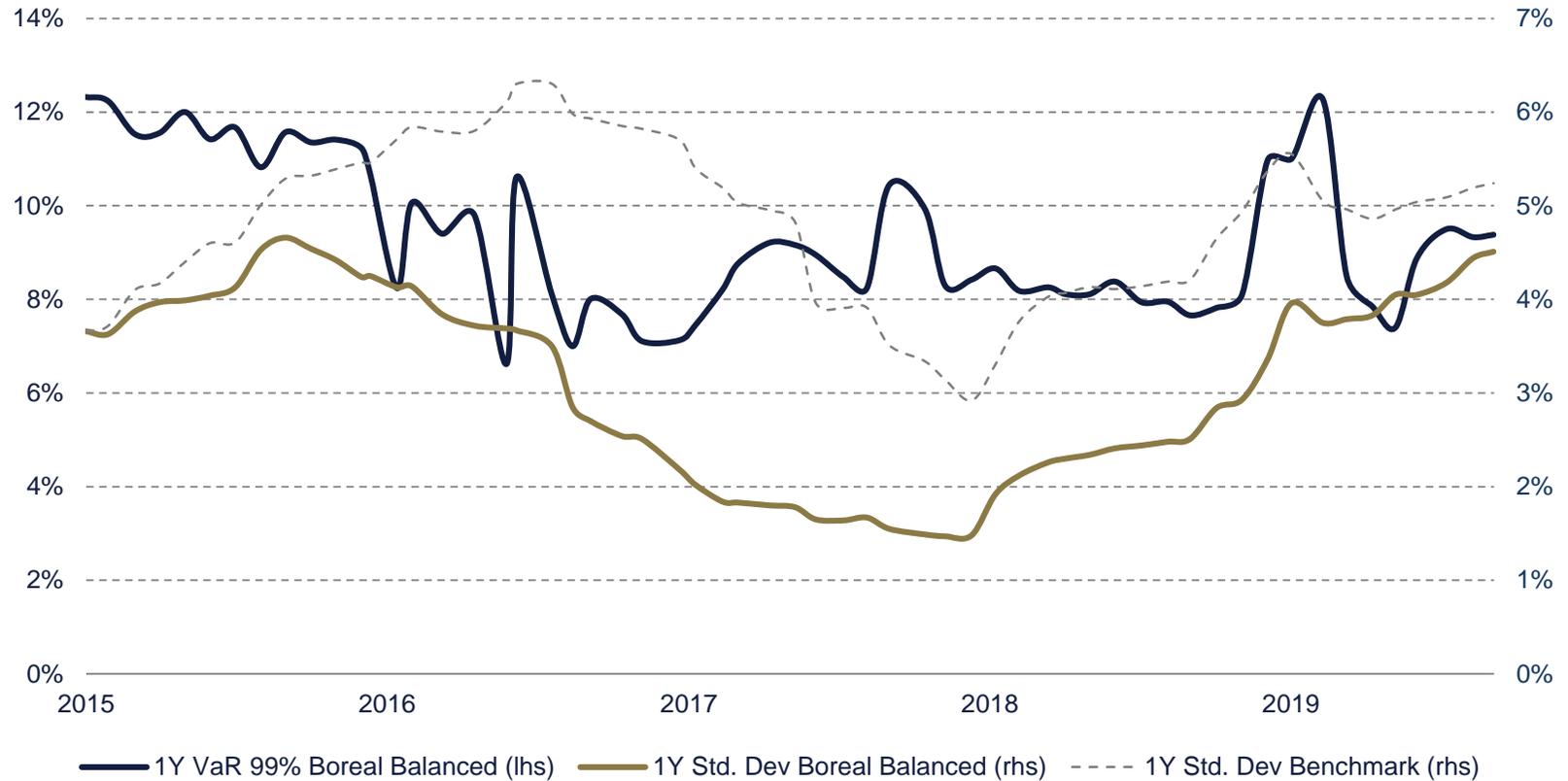


▼ Asignación de Activos Estratégica

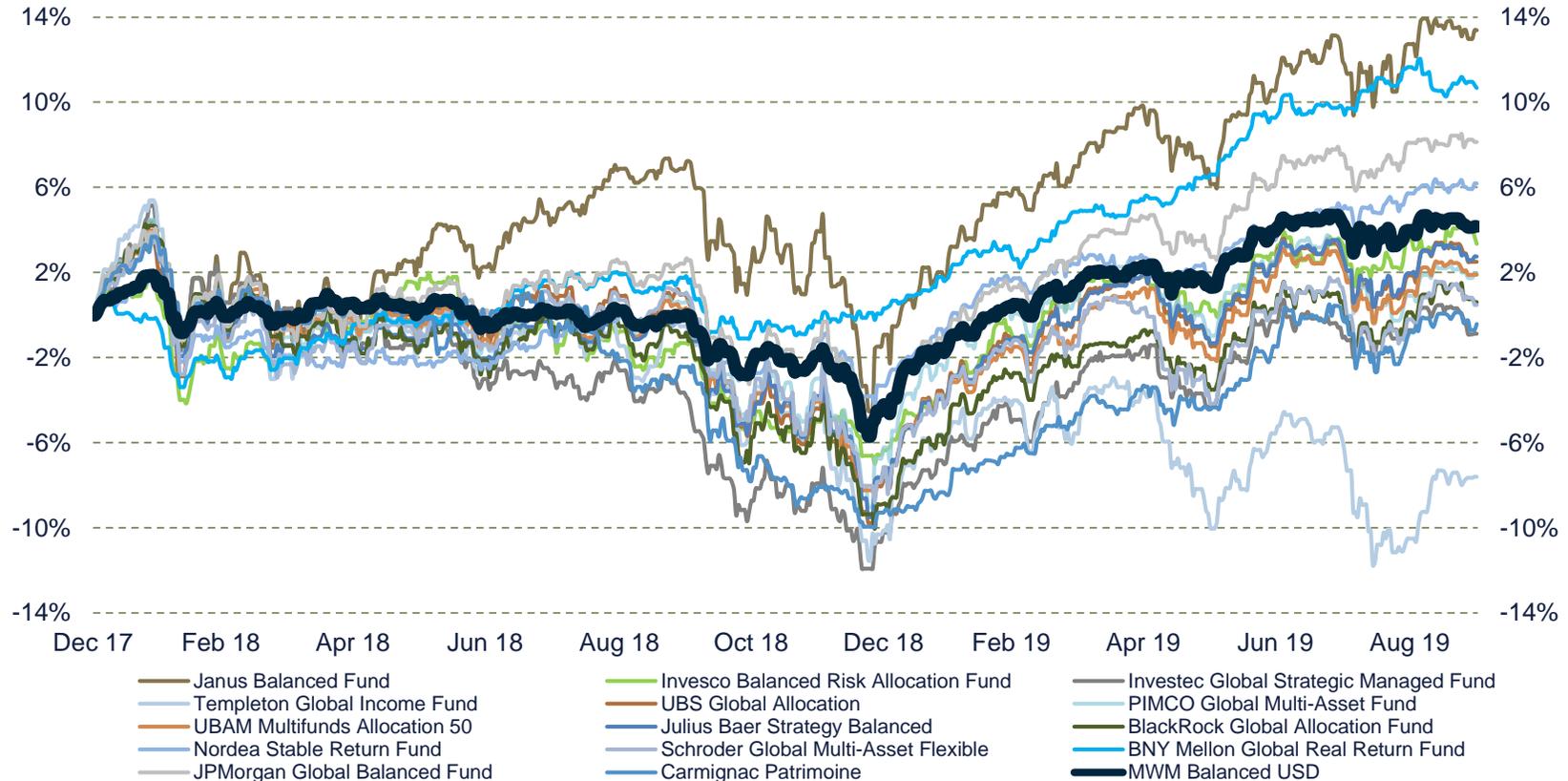
Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos



Portafolio Modelo Boreal – Evolution VaR y volatilidad



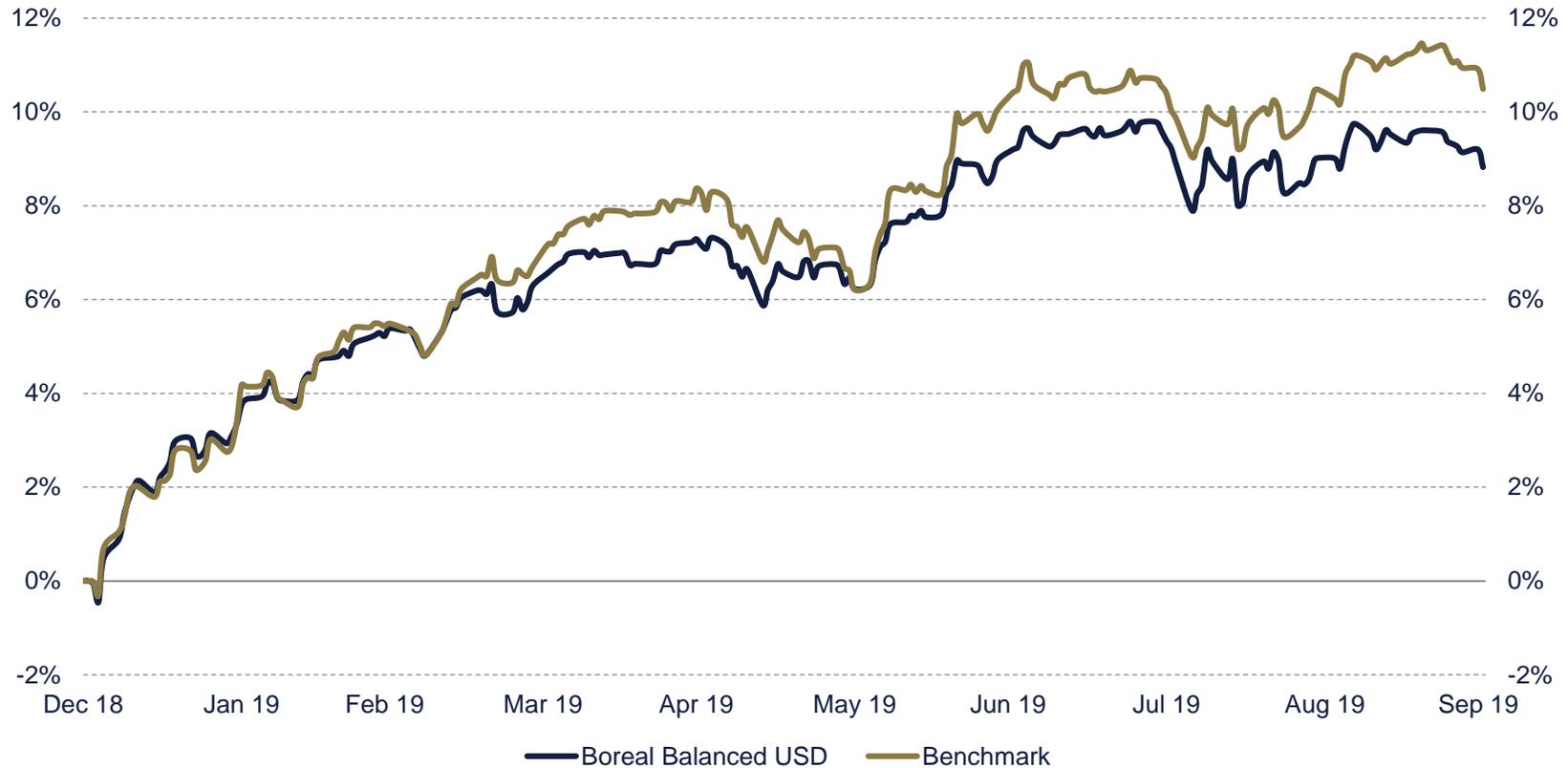
Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **12º out of 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **1º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **2º de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **4º de 15**

¹ A 1 de octubre de 2019
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año

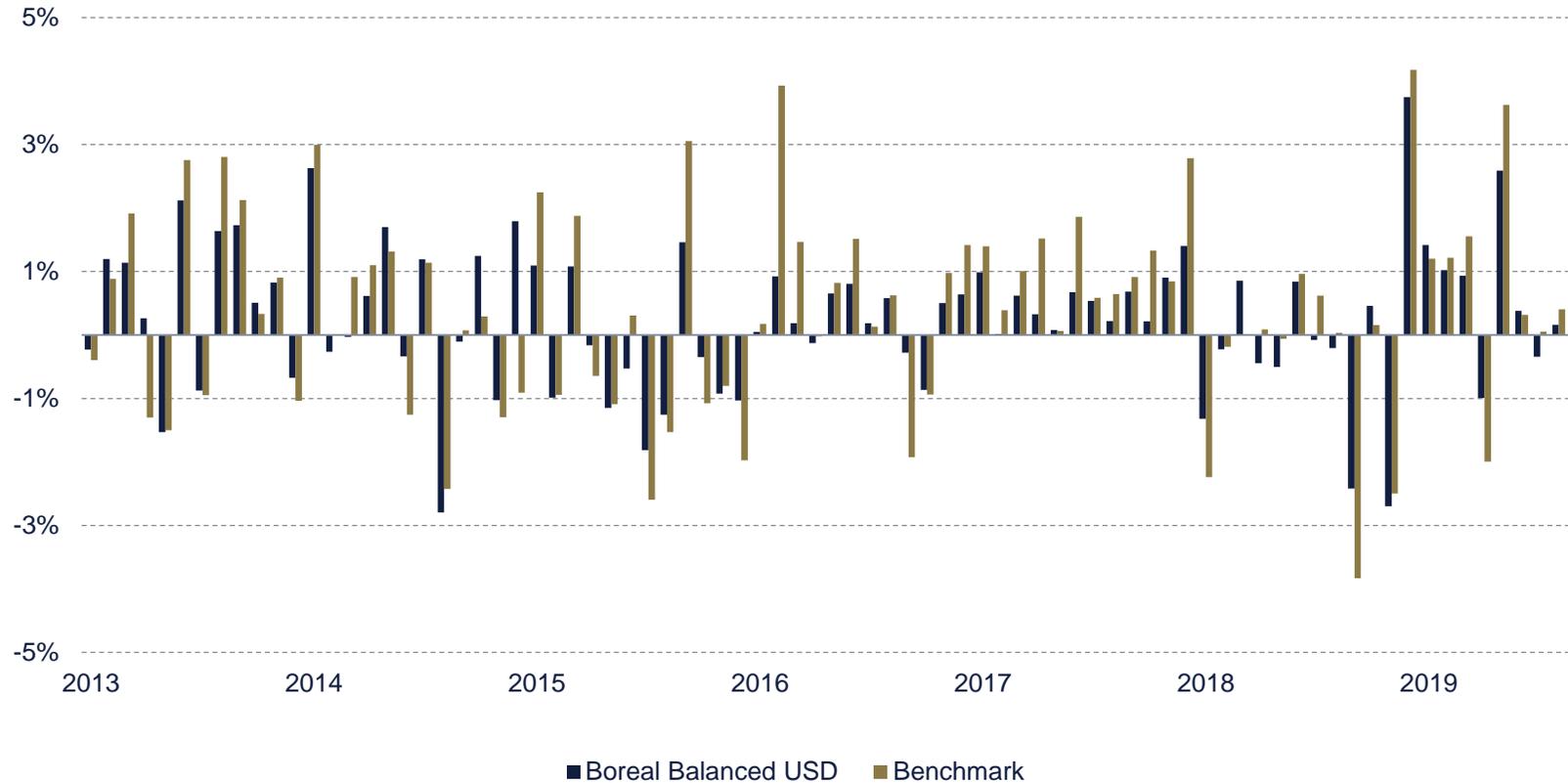


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **9.72%** vs. **11.28%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **4.07%** vs. **4.41%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **3.03%** vs. **3.08%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **3.03** vs. **3.34** Benchmark²

¹ A 1 de octubre de 2019

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)

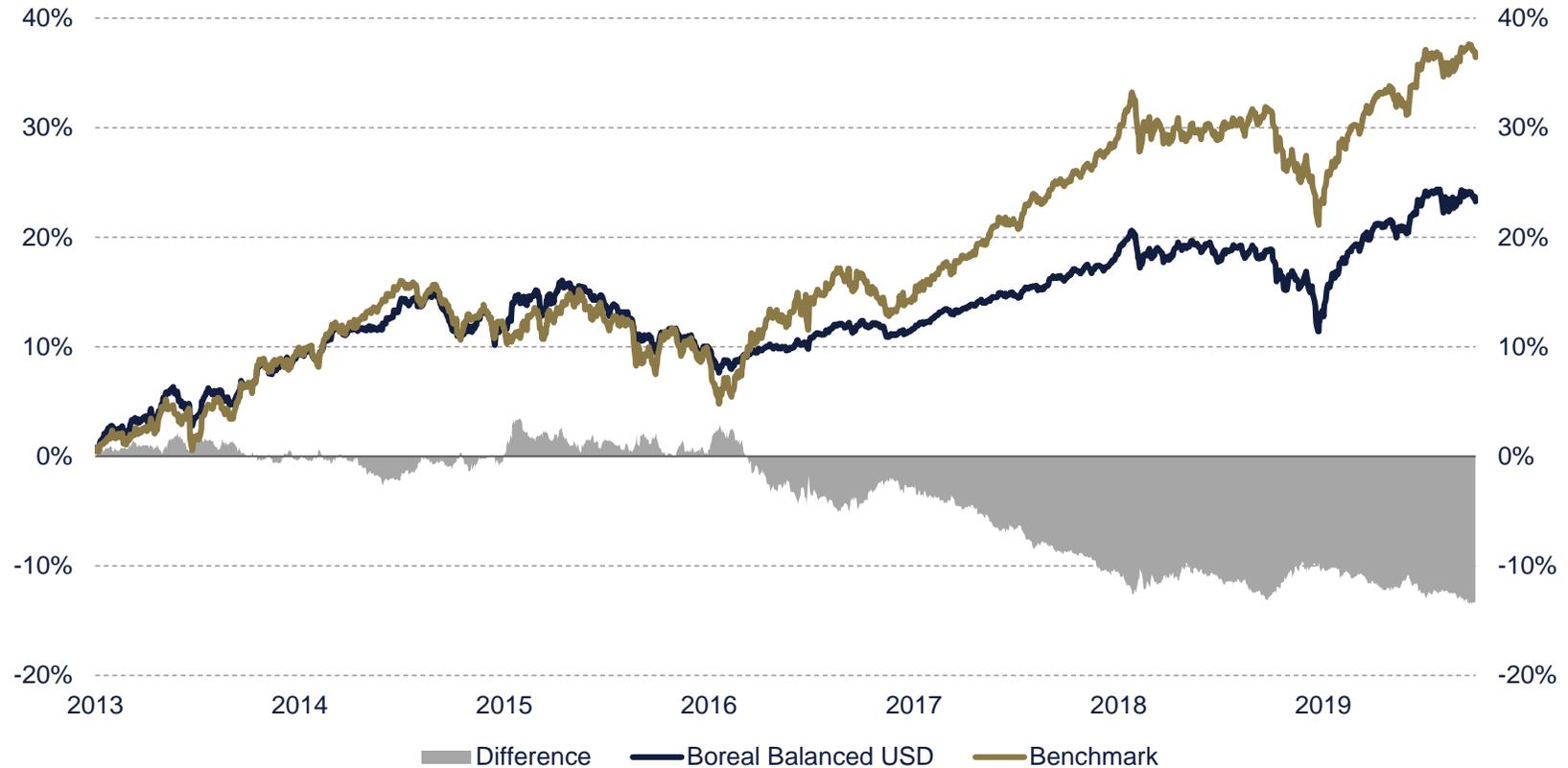


- **Rentabilidad absoluta** (1 año¹): **5.16%** vs. **5.22%** Benchmark²
- **Rentabilidad absoluta** (3 años¹): **10.93%** vs. **17.49%** Benchmark²
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2012¹): **23.50%** vs. **36.26%** Benchmark²

¹ A 1 de octubre de 2019

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (2)



- **Desviación estándar** (1 año¹): **4.44%** vs. **5.19%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3.31%** vs. **3.71%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **0.67** vs. **0.59** Benchmark²
- **Var 95% - 1day** (1 año¹): **-0.51%** vs. **-0.59%** Benchmark²

¹ A 1 de octubre de 2019

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

This document is for information purposes only and does not constitute, and may not be construed as, a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities and/or assets mentioned herein. Nor may the information contained herein be considered as definitive, because it is subject to unforeseeable changes and amendments.

Past performance does not guarantee future performance, and none of the information is intended to suggest that any of the returns set forth herein will be obtained in the future.

The fact that BCM can provide information regarding the status, development, evaluation, etc. in relation to markets or specific assets cannot be construed as a commitment or guarantee of performance; and BCM does not assume any liability for the performance of these assets or markets.

Data on investment stocks, their yields and other characteristics are based on or derived from information from reliable sources, which are generally available to the general public, and do not represent a commitment, warranty or liability of BCM.