



Política de inversión

Noviembre 2019

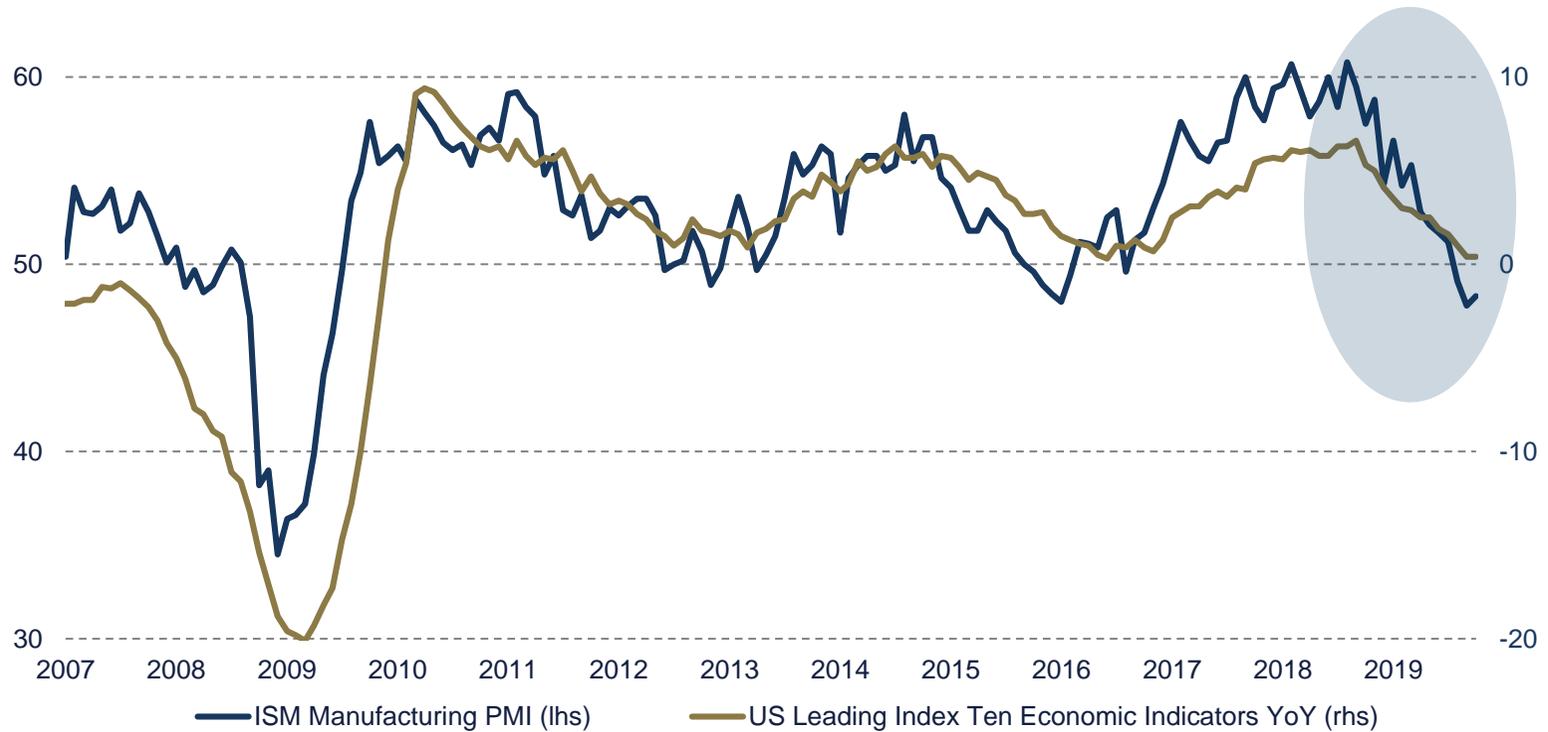
Resumen de mercados – Noviembre 2019

- Ha transcurrido un mes más sin que el esperado acuerdo comercial se materialice, y **la economía continúa desacelerándose**, con los principales indicadores económicos apuntando hacia una inminente contracción de la actividad, y una recesión acechando en el horizonte
- **El mercado parece percibir esta tregua como un problema resoluble**, y los mercados bursátiles siguen alcanzando nuevos máximos. Sin embargo, **existe el riesgo de que haya otras razones subyacentes para la desaceleración**, la cual está principalmente afectando a las inversiones y el comercio, y que la debilidad continúe a pesar de un acuerdo
- En este **entorno disonante de tibio crecimiento económico y mercados boyantes**, es importante tomar perspectiva y darse cuenta de que **los precios de los activos han sido inflados por los bancos centrales**, y que es muy poco probable que esto continúe en el futuro, dado que el margen en la política monetaria está cerca de agotarse
- **Al comparar los méritos relativos de las diferentes clases de activos**, y contrariamente a la intuición, **la renta variable destaca como la que ofrece los mejores retornos ajustados al riesgo**. Este es el resultado de combinar una prima de riesgo saludable con un crecimiento de los ingresos que, en nuestra opinión, permanece inalterado en el medio plazo
- Algunos inversores se opondrían a esta visión optimista, adhiriéndose al la **ley de Stein**, que establece que **"si algo no puede continuar para siempre, se detendrá"**. Sin embargo, es importante tener en cuenta que, a pesar del vértigo producido al invertir cuando la bolsa está alcanzando nuevos máximos históricos, **no hay un techo previsible en los rendimientos del mercado de renta variable a largo plazo; mientras que sí que hay un claro suelo en los rendimientos de los bonos**, al cual nos estamos acercando

Política de inversión

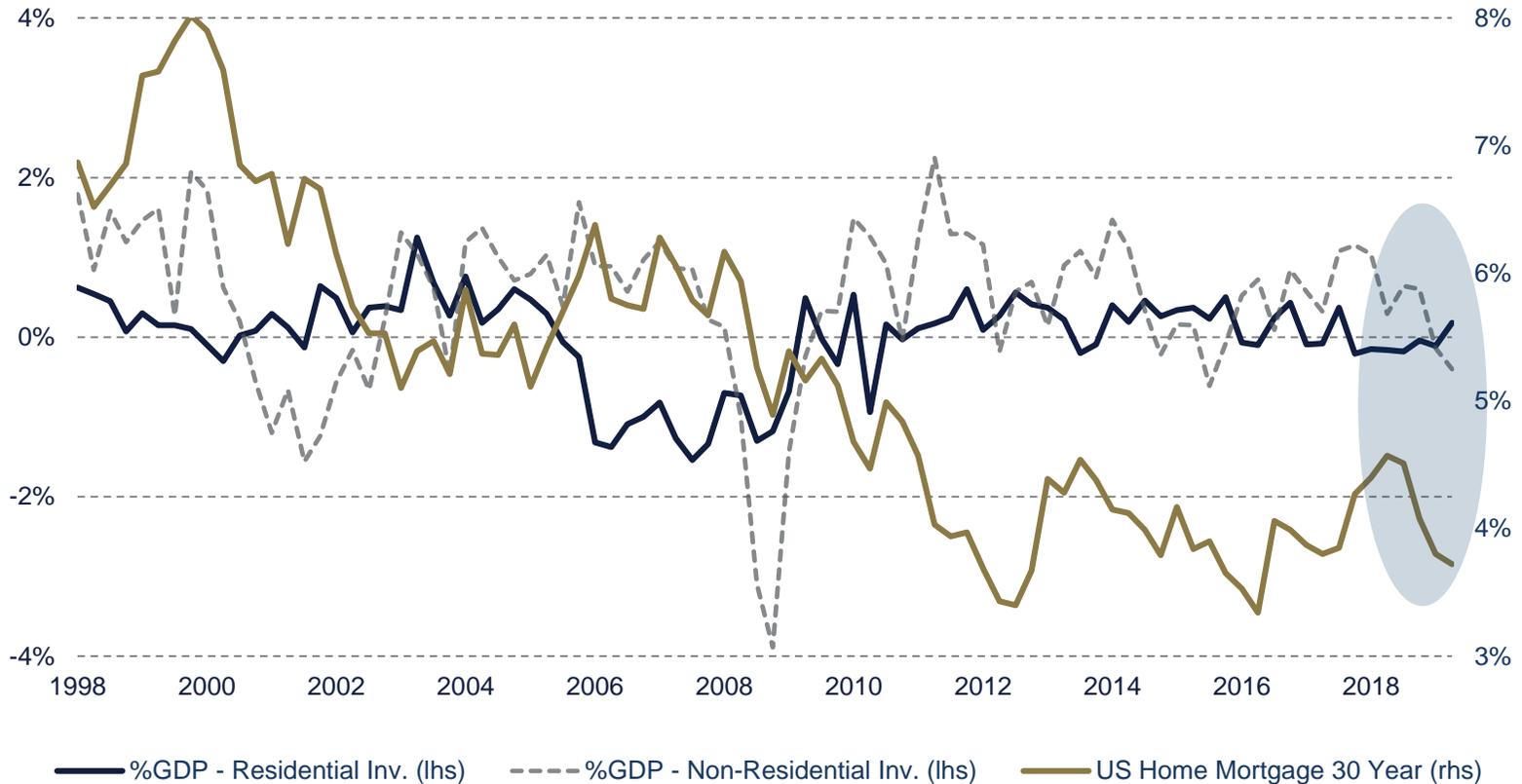
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	=	Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en los plazos largos no son atractivos, por lo que preferimos vencimientos más cortos
	Crédito US	+	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 la prima temporal apenas compensa 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, con una preferencia por aquellas que pagan dividendos de forma estable
	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 y biotecnología
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 economía continúa desacelerándose



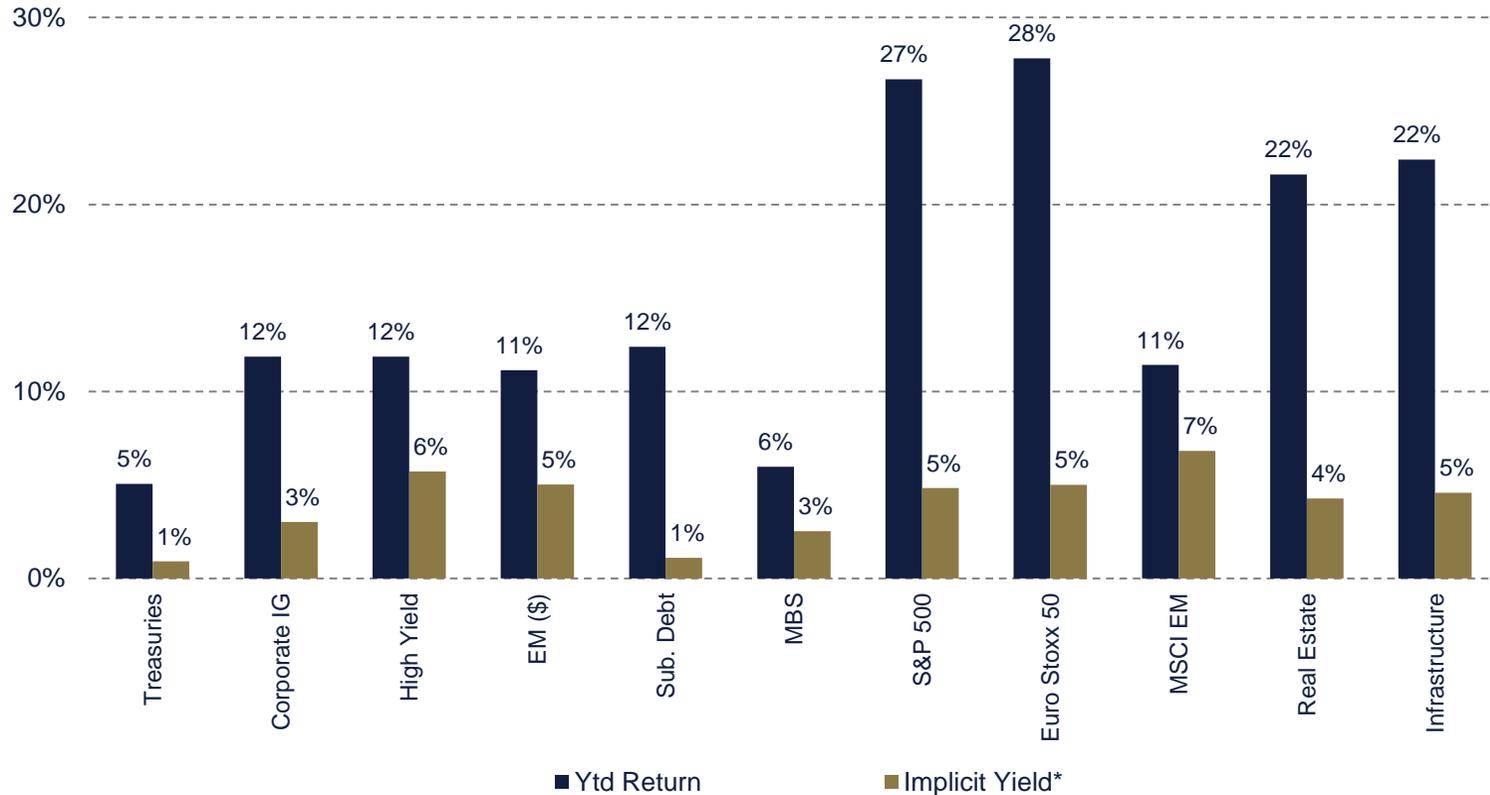
- Durante el mes de octubre los **PMIs globales dejaron de caer**, pero los niveles continúan apuntando hacia una contracción de la actividad económica
- La explicación predominante para la desaceleración sigue siendo la incertidumbre causada por **disputa comercial entre China y Estados Unidos**. El mercado lo está percibiendo como algo que se puede resolver, por lo que no cunde el pánico entre los inversores. Sin embargo, **existe el riesgo de que existan otras razones subyacentes** y que la debilidad continúe a pesar de un acuerdo

Las inversiones siguen siendo el eslabón más débil



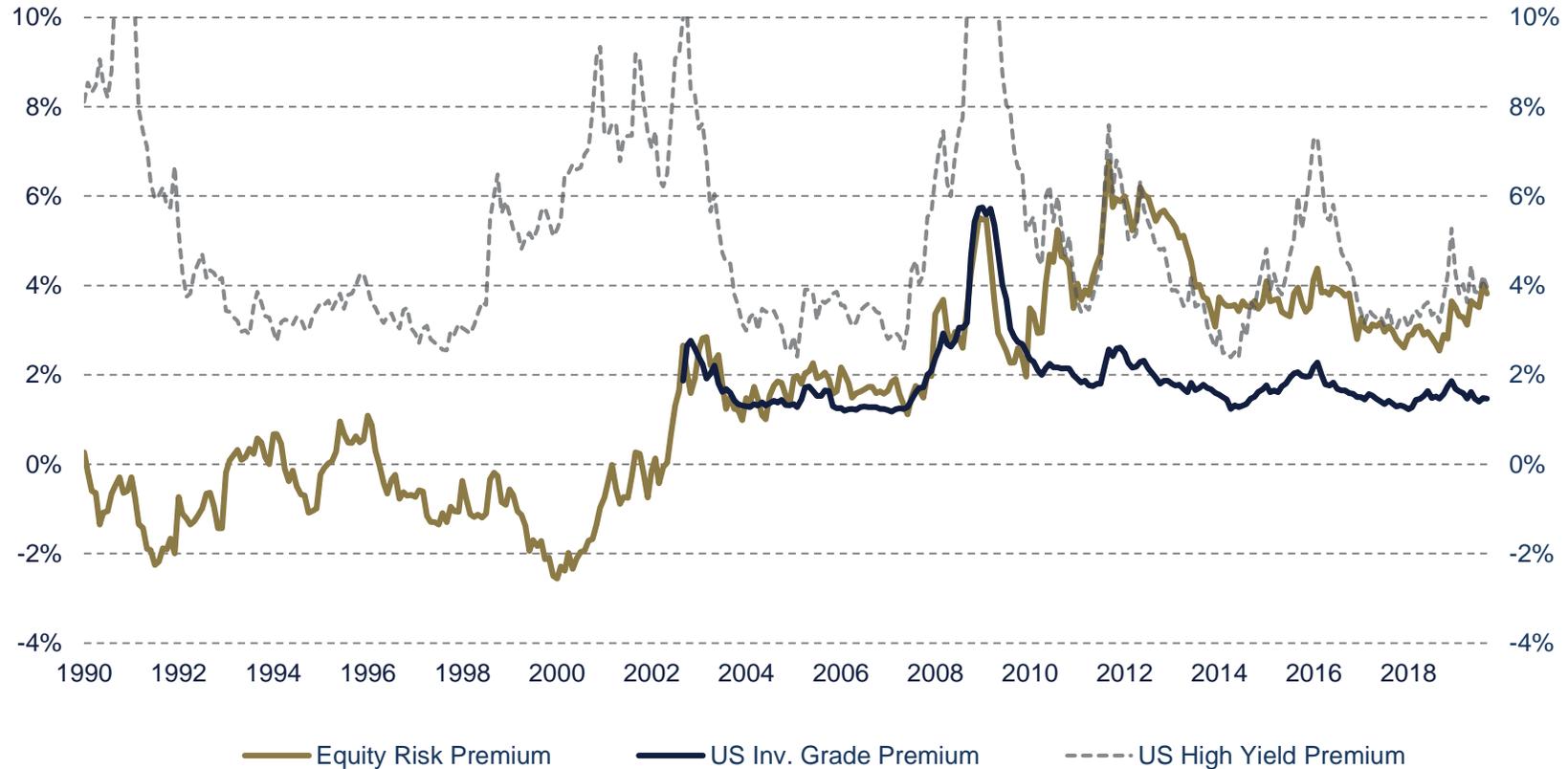
- **El PIB del tercer trimestre fue mejor de lo esperado** (1.9% vs. 1.6%). Los principales contribuyentes fueron el **consumo personal** (+ 2.9%) y el **gasto gubernamental** (2%)
- La **inversión privada** continuó siendo el **componente más débil**, con una disminución del -1.5%. La buena noticia fue que **las inversiones residenciales repuntaron**, lo que vemos como una primera **señal de que la acomodación monetaria comienza a transmitirse a economía**

¿Por qué unos mercados tan boyantes?



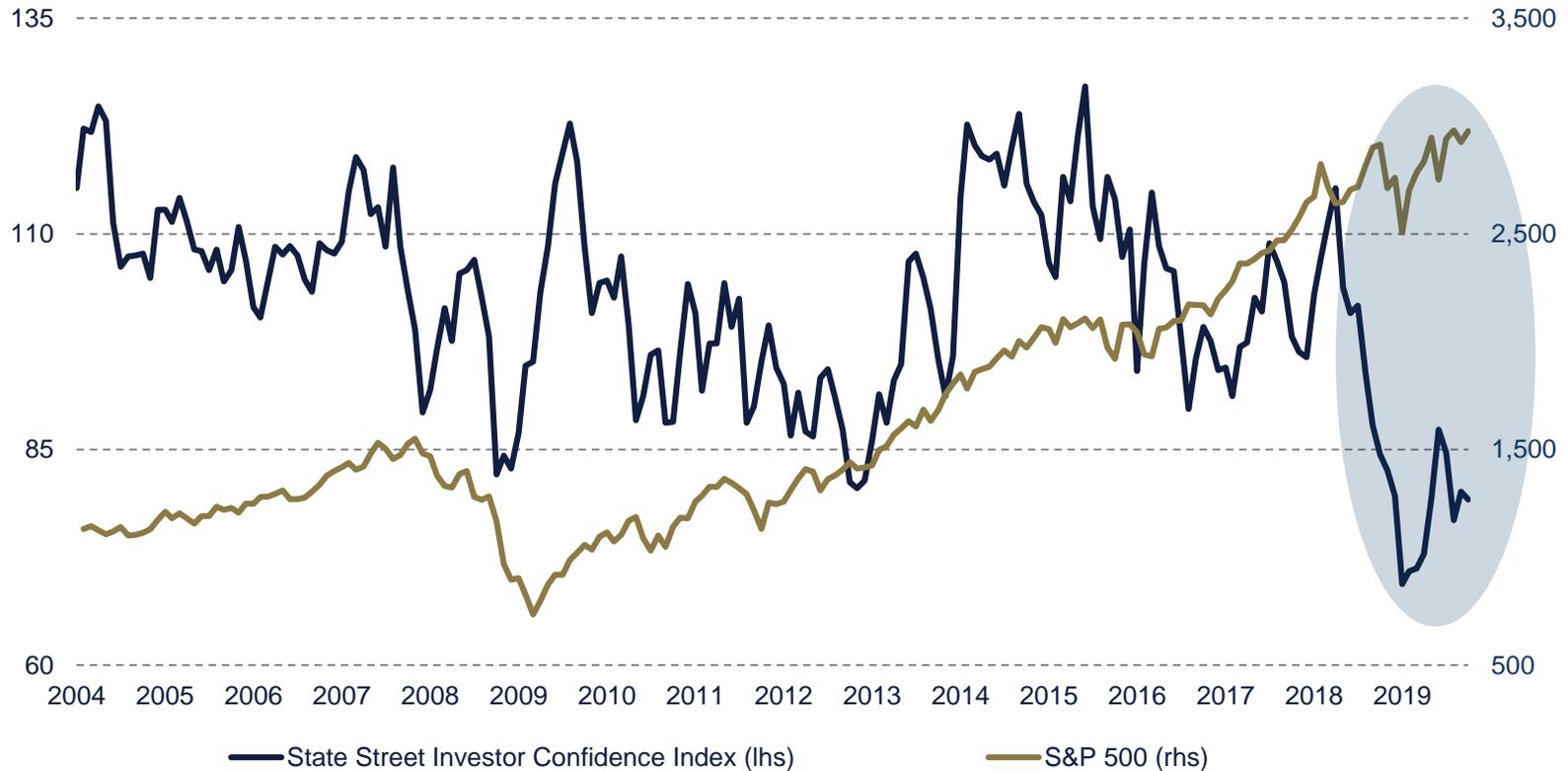
- A primera vista parece haber una **desconexión entre los mercados financieros y el estado de la economía**. Sin embargo, hay que tener en cuenta que **una parte importante de la rentabilidad de este año no es más que la recuperación de las fuertes pérdidas del año pasado**
- Mirando hacia el año venidero, **los inversores deben reducir drásticamente sus expectativas** de rendimientos. Además, es muy poco probable que todas las clases de activos vuelvan a subir de forma sincronizada, y **las decisiones a nivel de asignación de activos volverán a tener importancia**

La percepción del riesgo está condicionada por los traumas



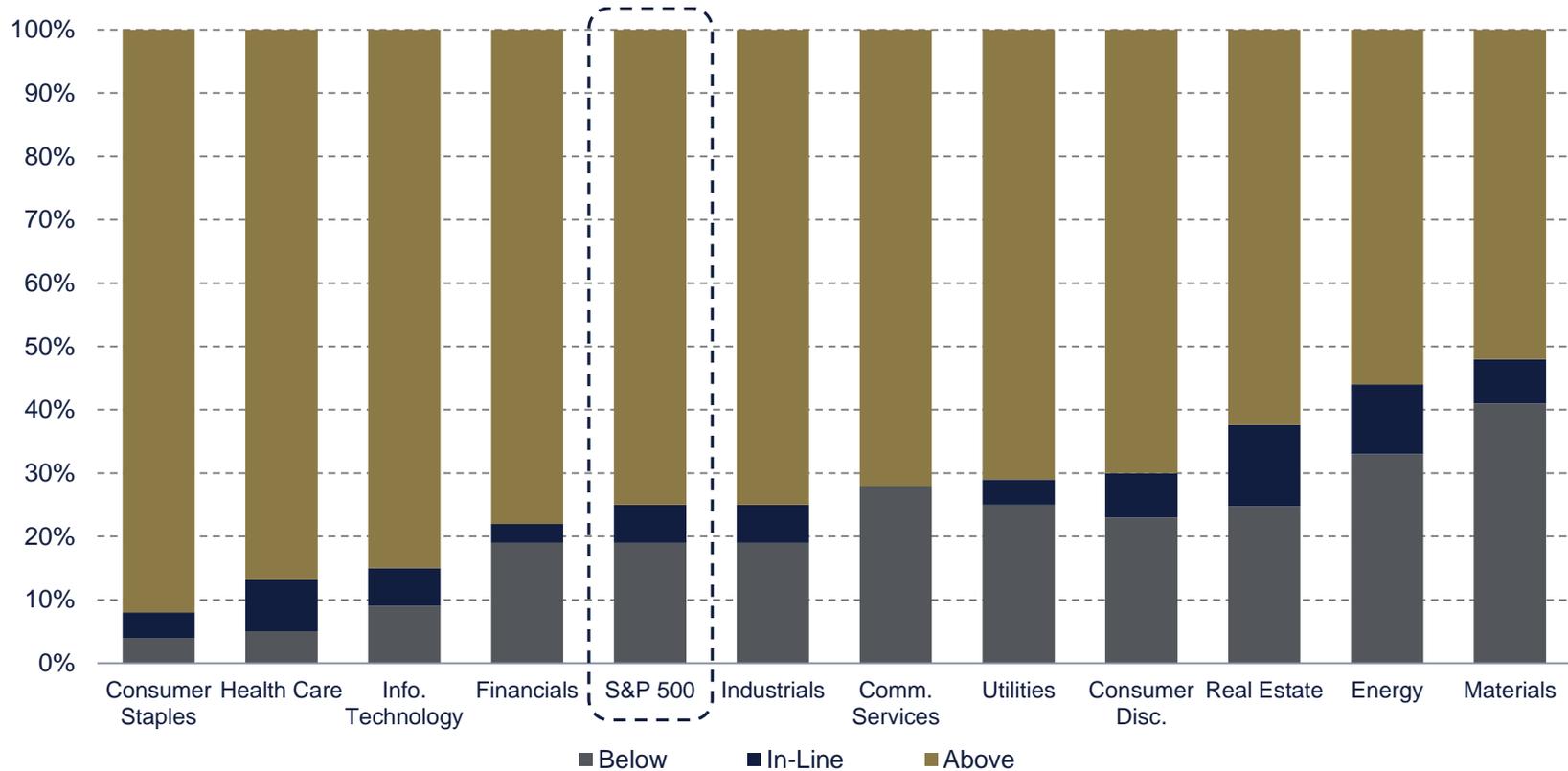
- La forma en que los inversores evalúan el riesgo de las diferentes clases de activos parece estar **influenciada por los dos crash bursátiles acaecidos en este siglo**. Después de cada uno de ellos, **los inversores parecen haber aumentado el colchón de seguridad requerido para invertir en acciones**
- Las primas de crédito, por el contrario, se han mantenido dentro de sus niveles históricos. Este hecho, junto con el entorno actual de bajos tipos de interés, hace que **los bonos sean mucho menos atractivos que las acciones** en términos relativos

Sin signos de exuberancia irracional



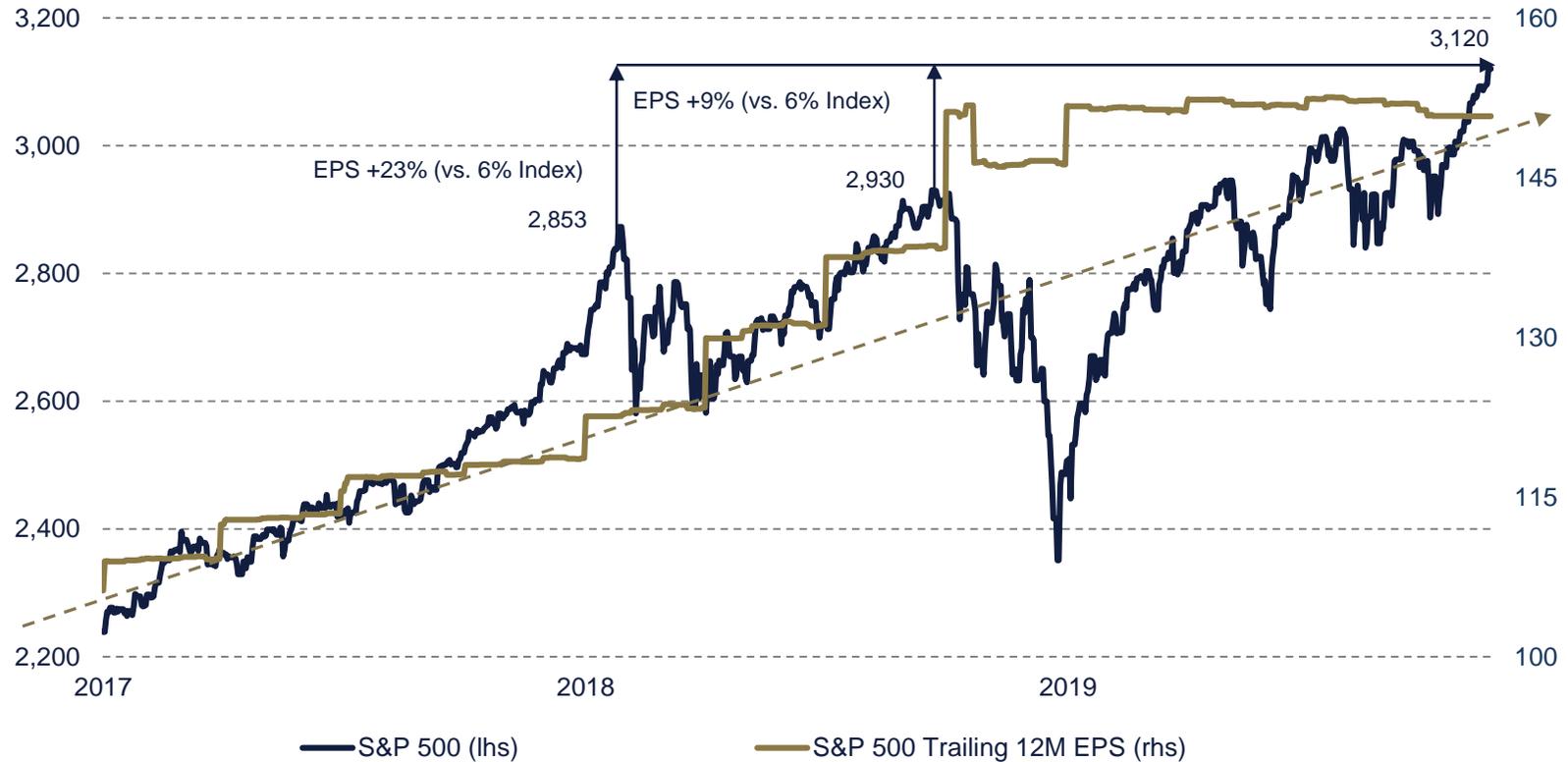
- El hecho sorprendente es que **la disminución del apetito por el riesgo ha afectado tanto a los pequeños inversores como a los institucionales**
- Esto nos proporciona al menos la **tranquilidad de saber que el mercado no está alcanzando nuevos máximos llevados por la "exuberancia irracional"**, sino a pesar de tener que escalar un "muro de preocupaciones"

Bajada de beneficios, pero menor de lo esperado



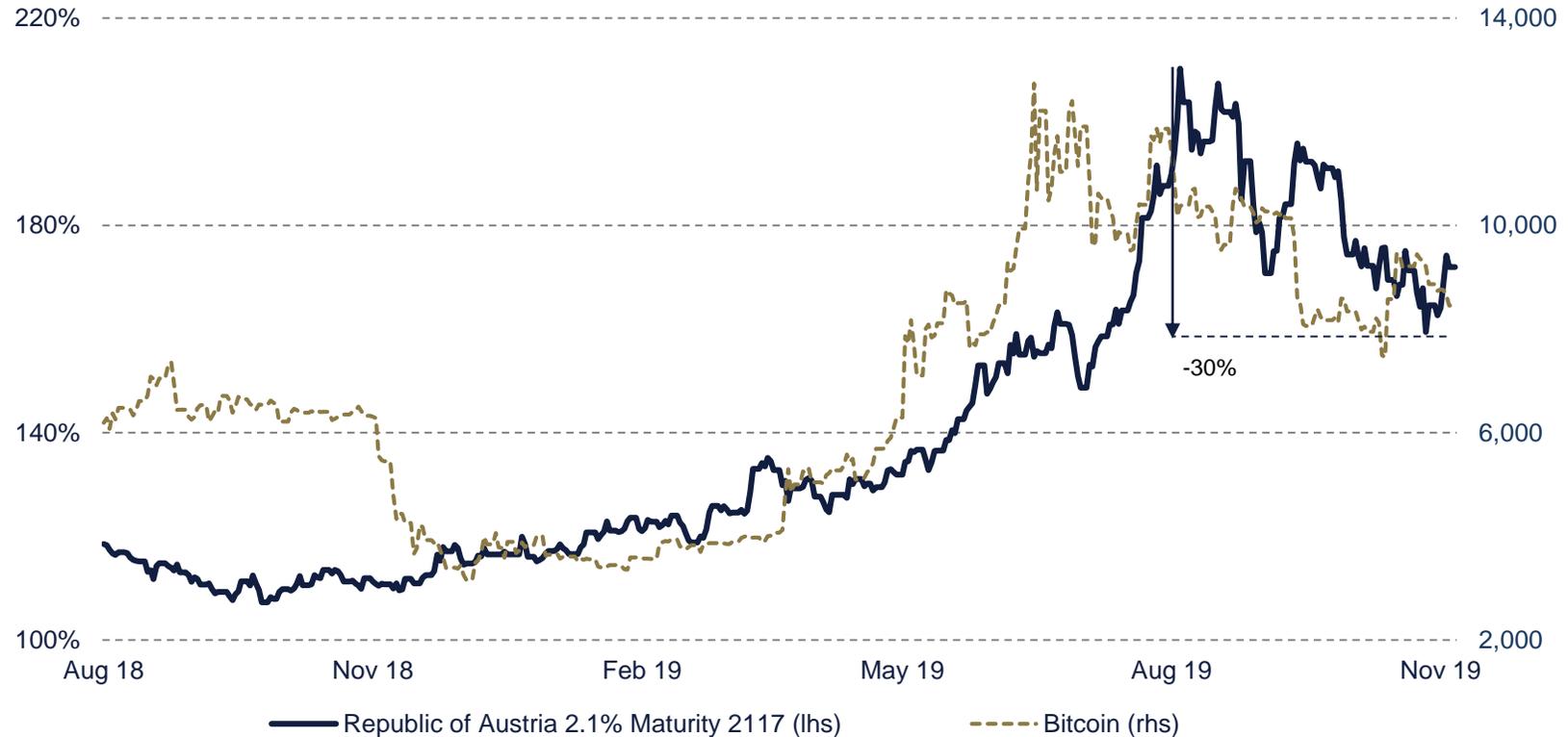
- Los beneficios del tercer trimestre han brindado apoyo a la bolsa. El **75% de las compañías de S&P 500 han reportado resultados mejores de lo esperado**, mientras que el 60% ha reportado mejores ingresos
- Sin embargo, las ganancias **para el S&P 500 en agregado han disminuido en un -2.4%**, lo que constituye el tercer trimestre consecutivo de caídas interanuales, algo que sucedió por última vez en 2015-16

¿Consolidación o recesión en beneficios?



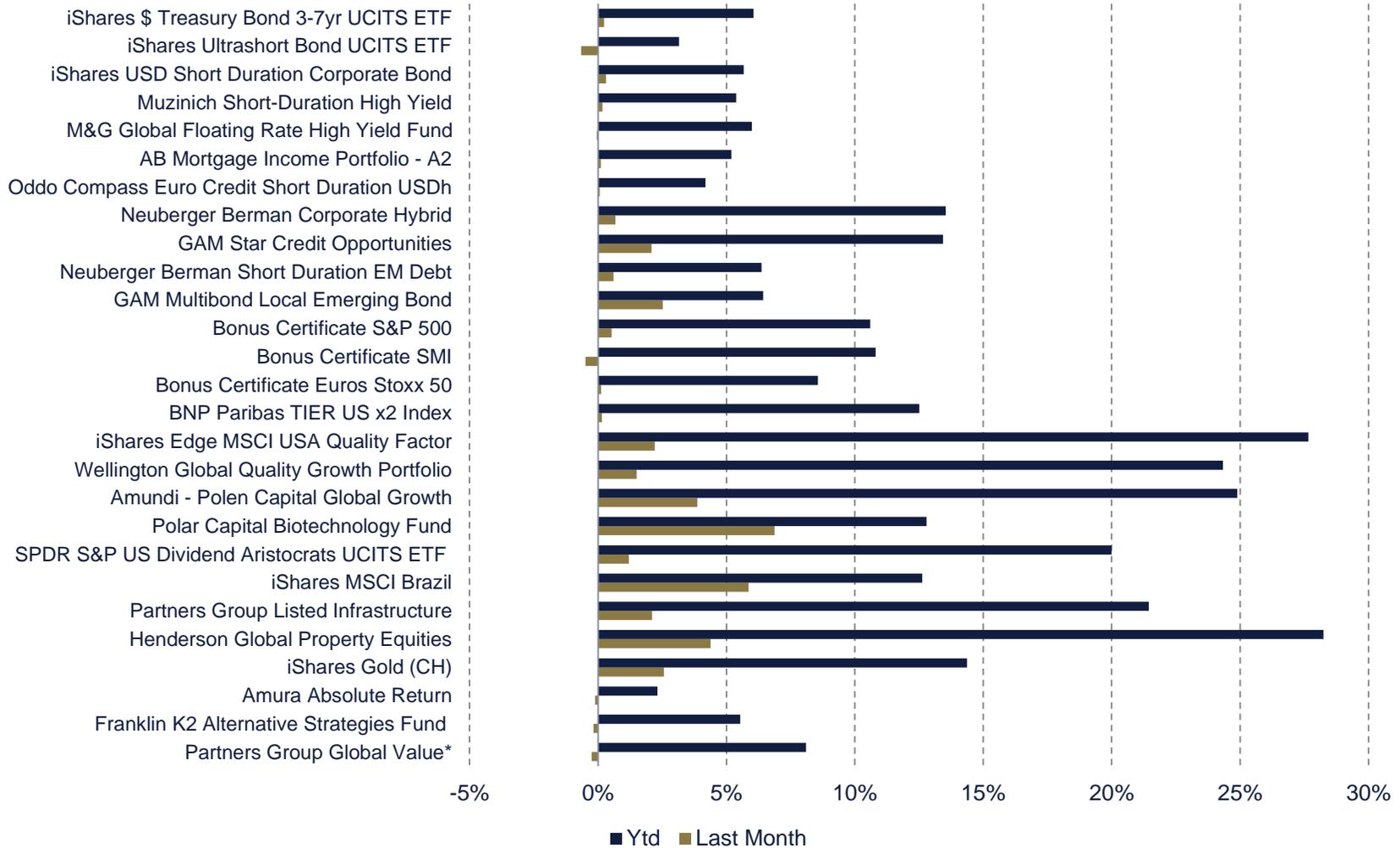
- Los beneficios se han estancado durante 2019, aunque esto era esperado debido al efecto base de la **reforma fiscal en 2018**
- Sin embargo, **la tendencia subyacente en la evolución de los ingresos continúa inalterada** a pesar del tibio crecimiento económico, una tendencia que aún puede continuar por mucho tiempo

Un mercado movido por el sentimiento inversor



- Los **inversores se sienten incómodos invirtiendo con el mercado alcanzando nuevos máximos**. Sin embargo, es importante tener en cuenta que apostar contra los mercados de valores puede ser muy costoso a largo plazo
- Pero **aún más costoso puede resultar buscar la seguridad de los bonos soberanos de alta calidad**, dadas las rentabilidades actuales. Por ello, recomendamos mantener la cabeza fría y apostar por aquellas clases de activos que ofrecen las mejores valoraciones relativas

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

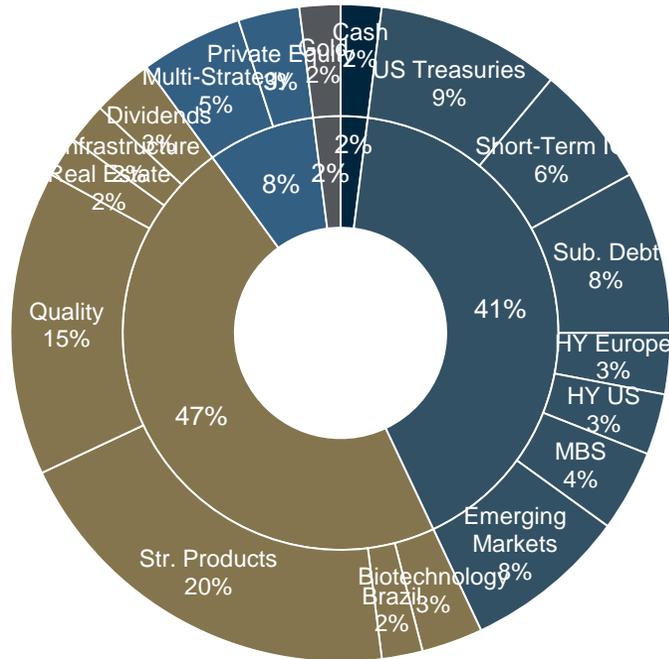
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

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

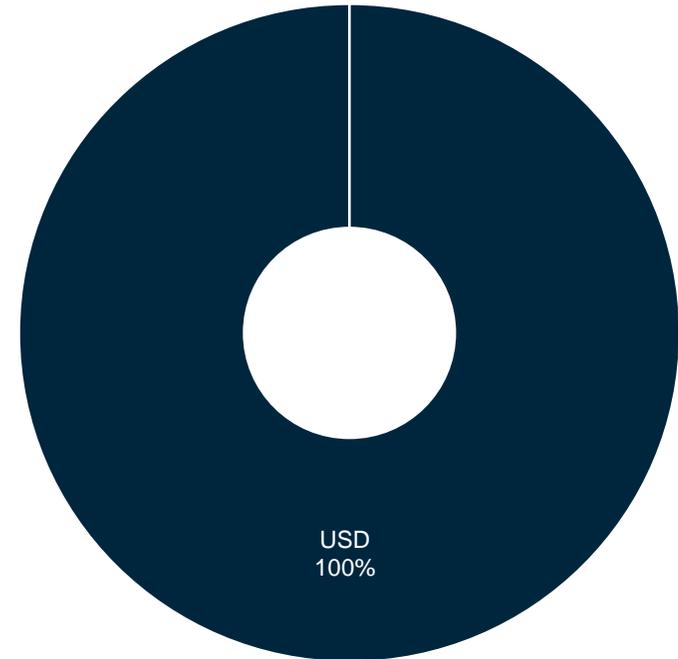
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



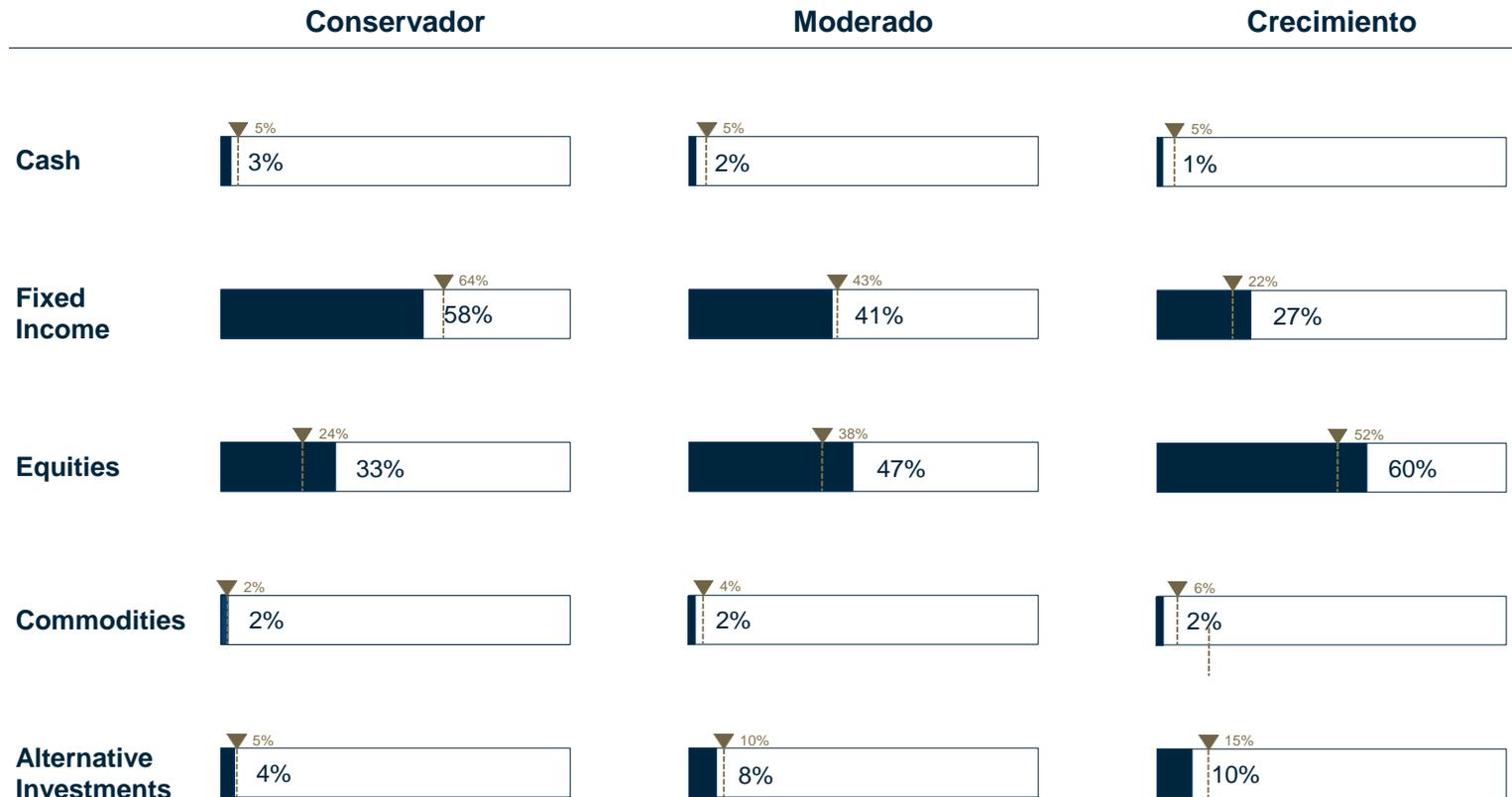
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



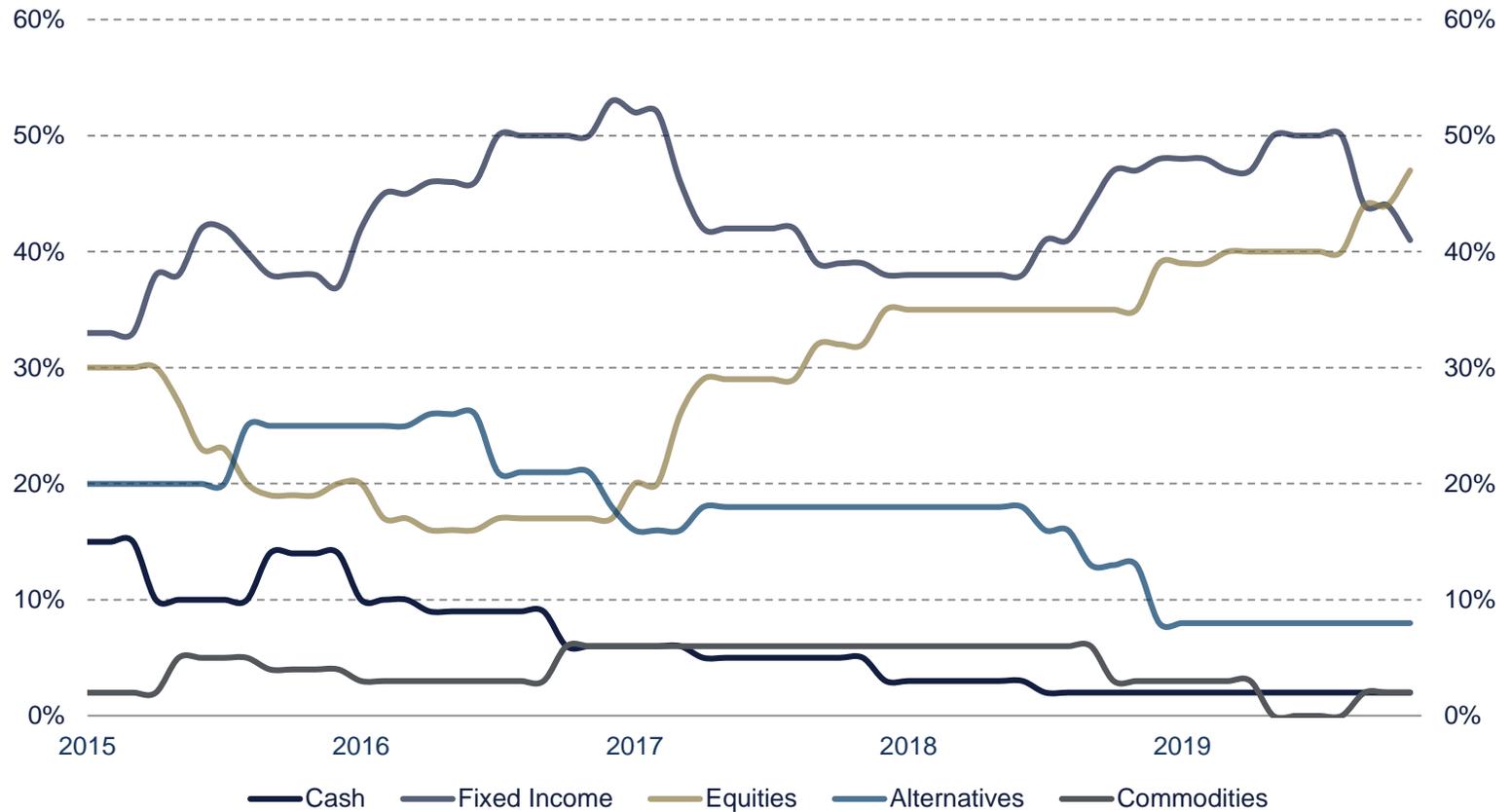
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

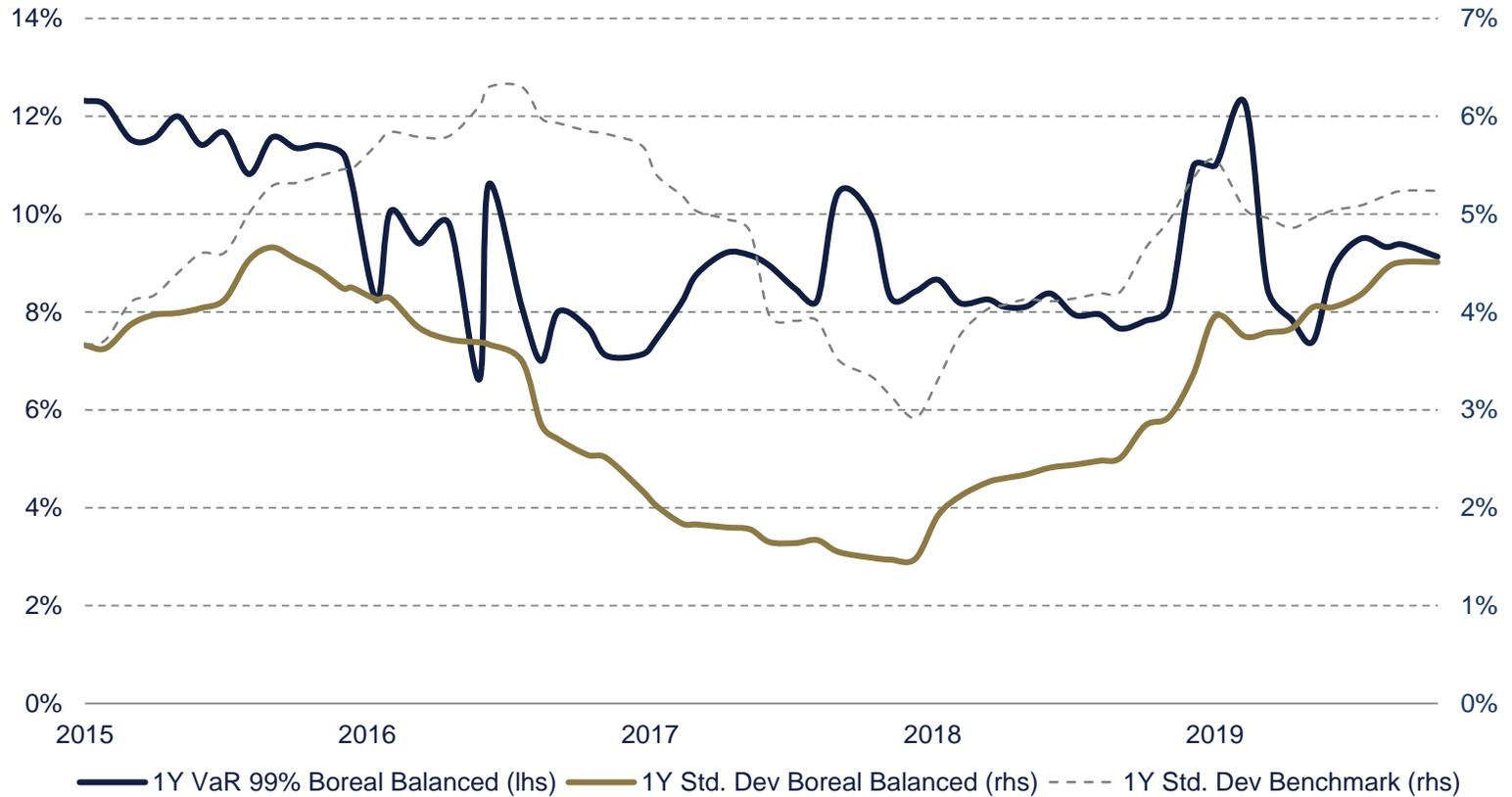


▼ Asignación de Activos Estratégica

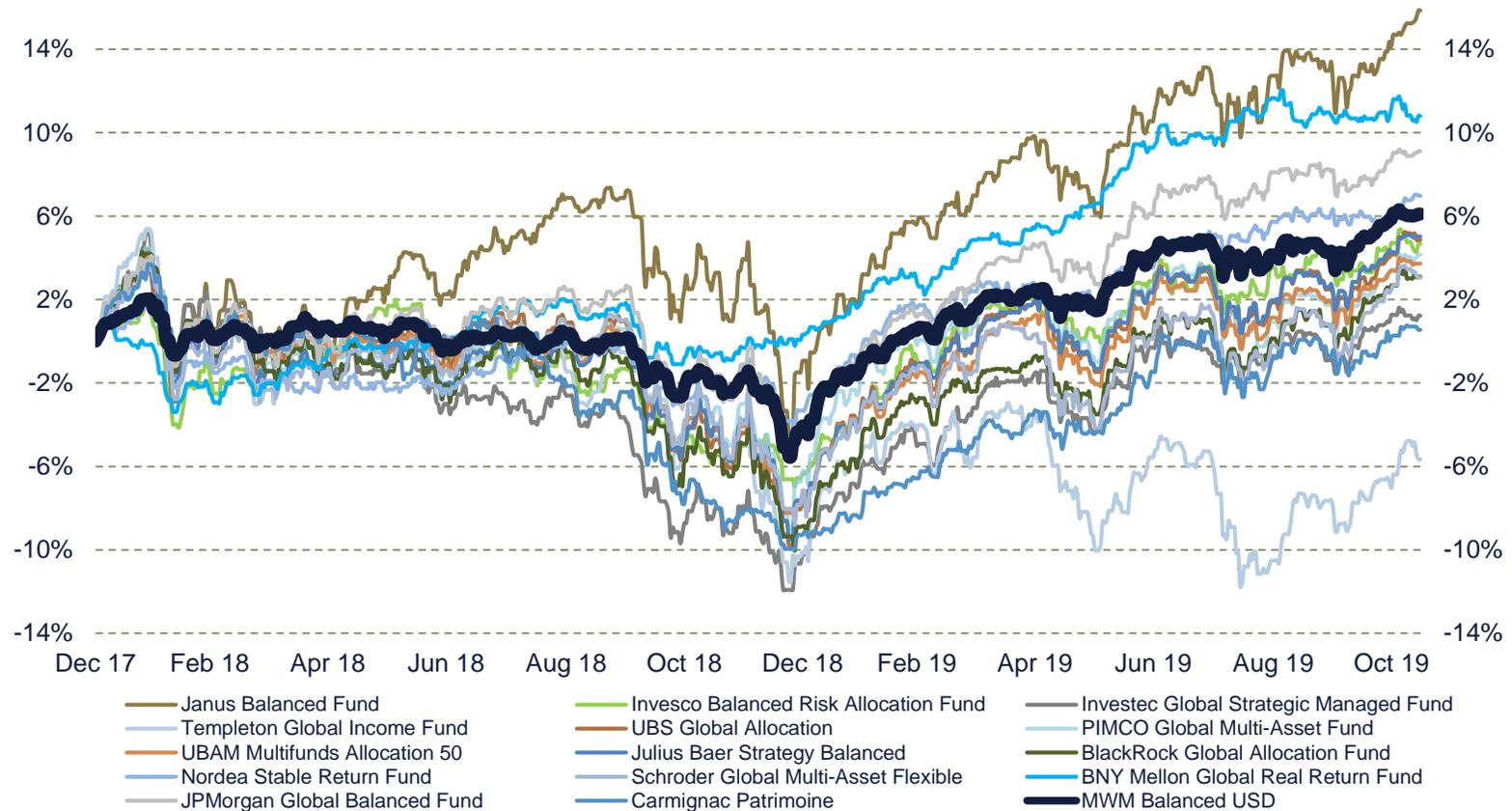
Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos



Portafolio Modelo Boreal – Evolution VaR y volatilidad



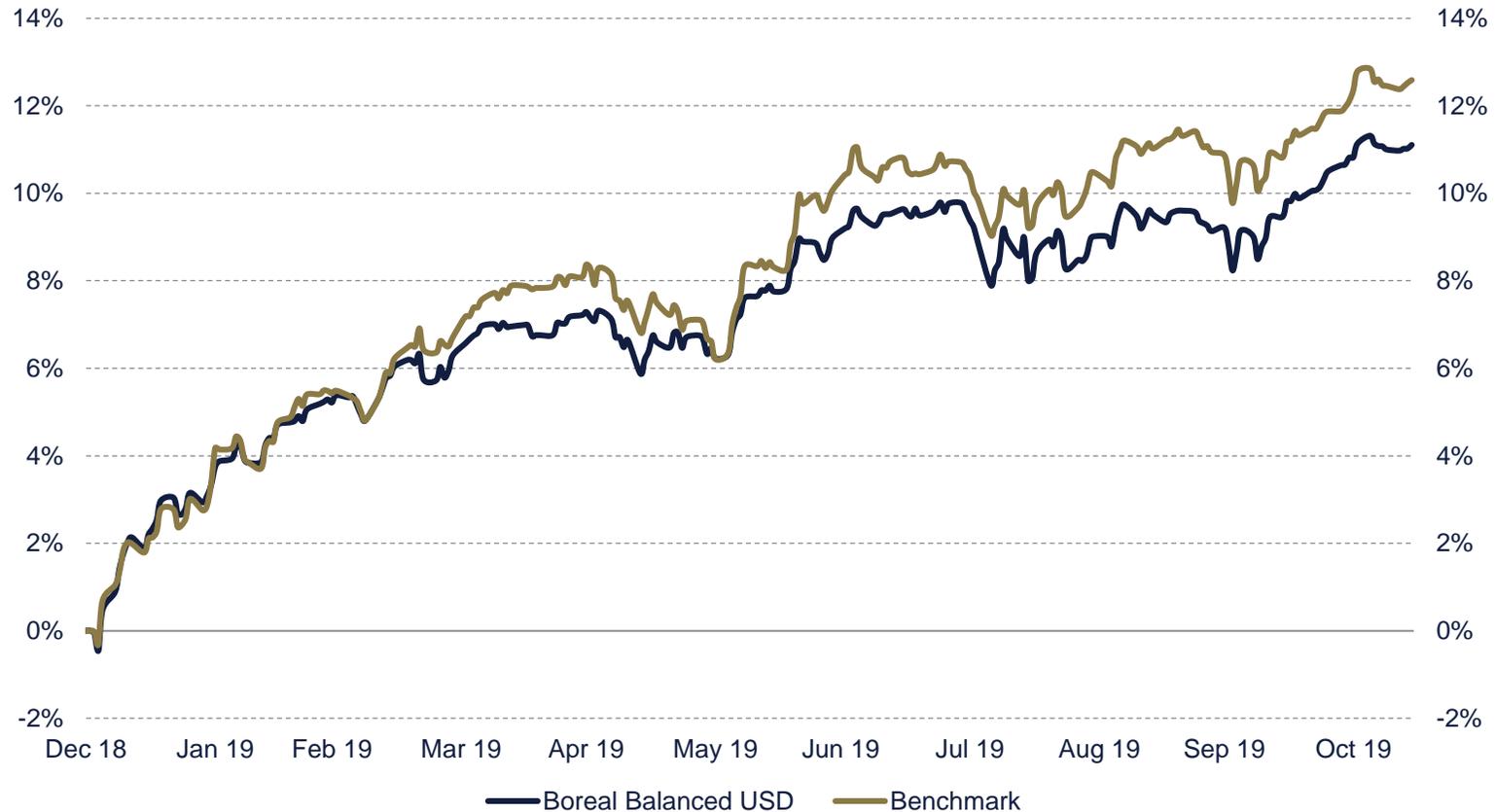
Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **9º out of 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **2º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3º de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **2º de 15**

¹ A 15 de noviembre de 2019
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año

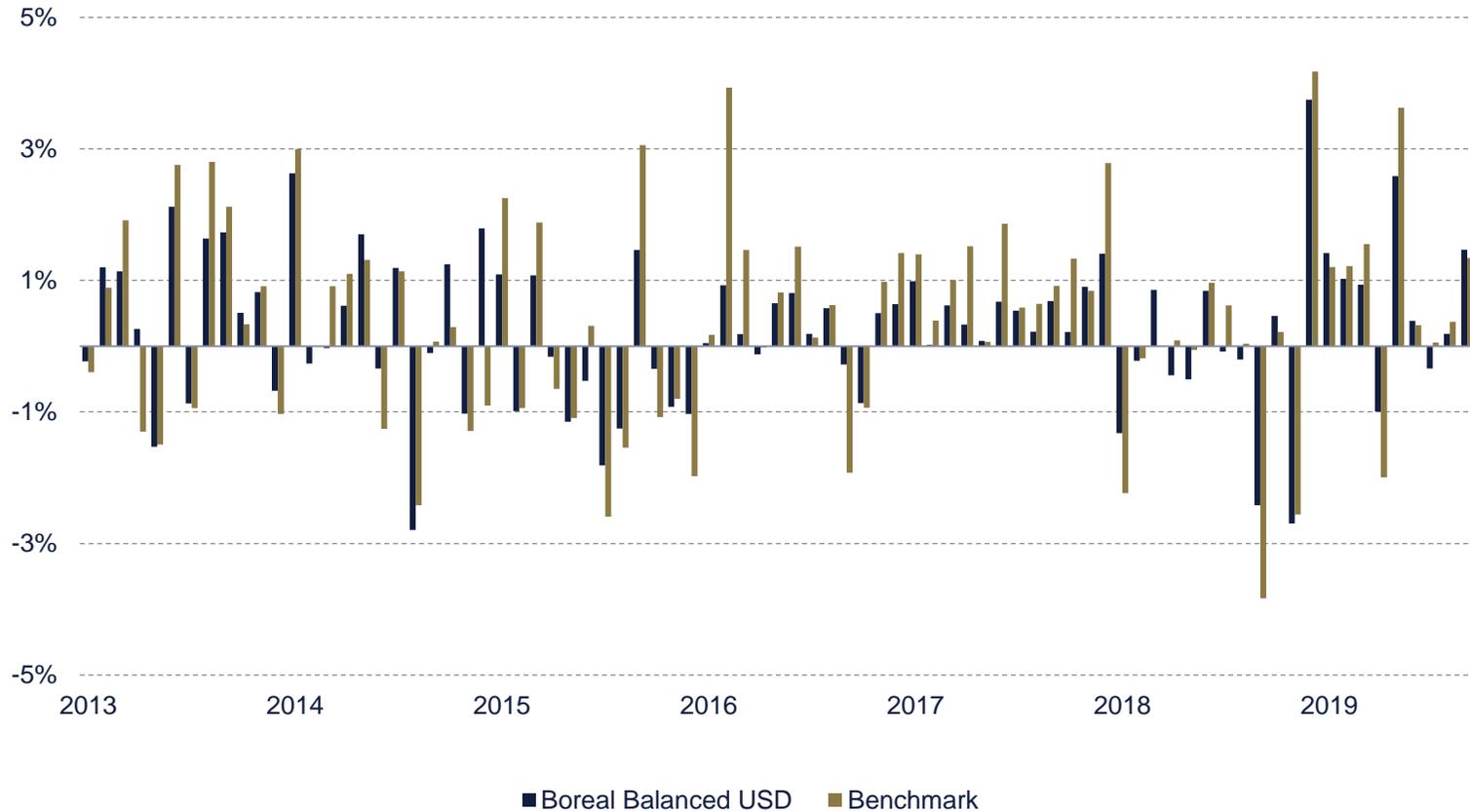


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **11.11%** vs. **12.58%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **4.29%** vs. **4.79%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **3.20%** vs. **3.40%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **2.75** vs. **2.95** Benchmark²

¹ A 15 de noviembre 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)

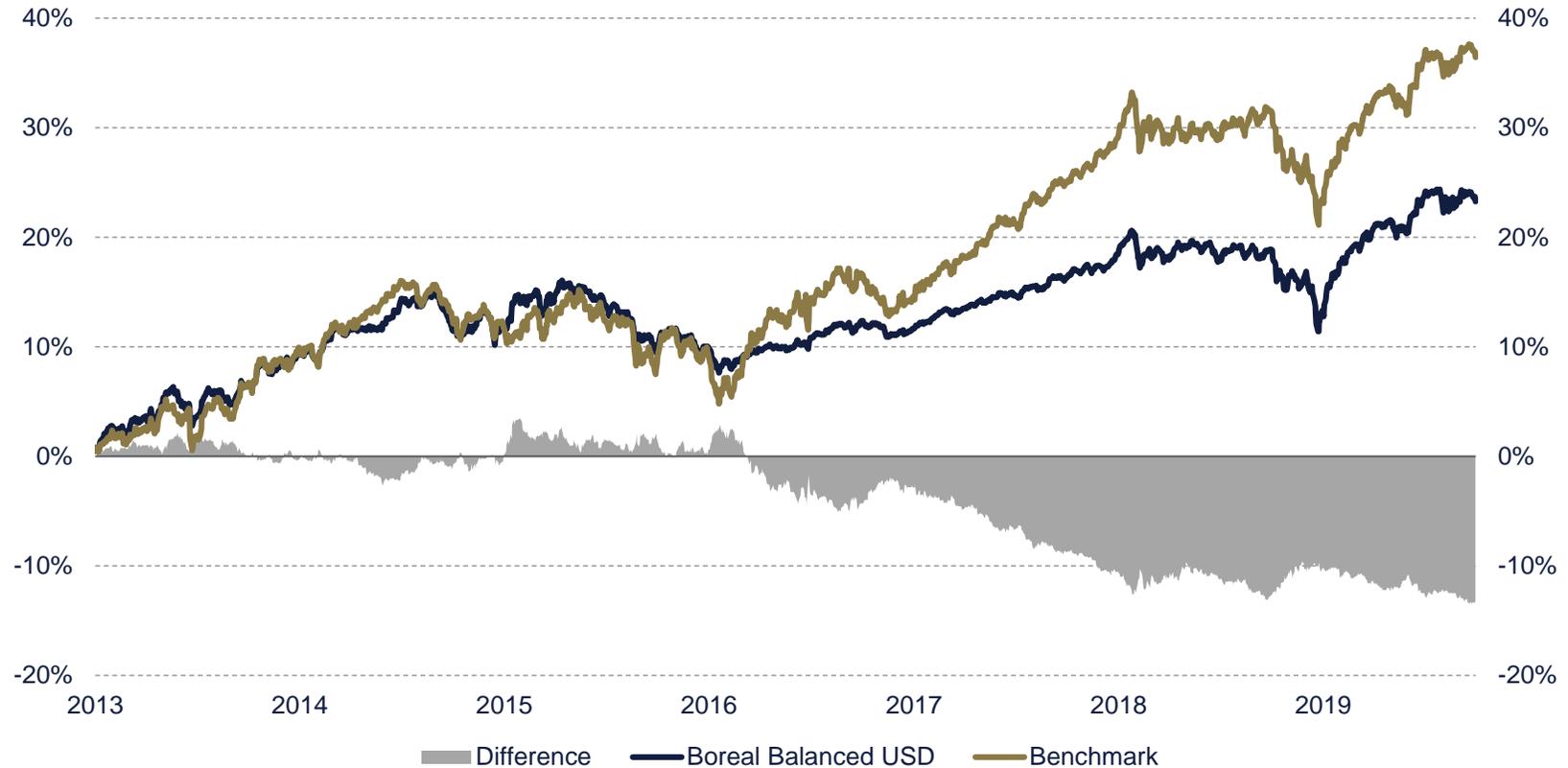


- **Rentabilidad absoluta** (1 año¹): **8.42%** vs. **10.28%** Benchmark²
- **Rentabilidad absoluta** (3 años¹): **13.51%** vs. **23.07%** Benchmark²
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2012¹): **25.87%** vs. **39.02%** Benchmark²

¹ A 15 de noviembre 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): **4.29%** vs. **4.79%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3.20%** vs. **3.40%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **1.48** vs. **1.72** Benchmark²
- **Var 95% - 1day** (1 año¹): **-0.47%** vs. **-0.49%** Benchmark²

¹ A 15 de noviembre 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.