



Política de inversión

Diciembre 2019

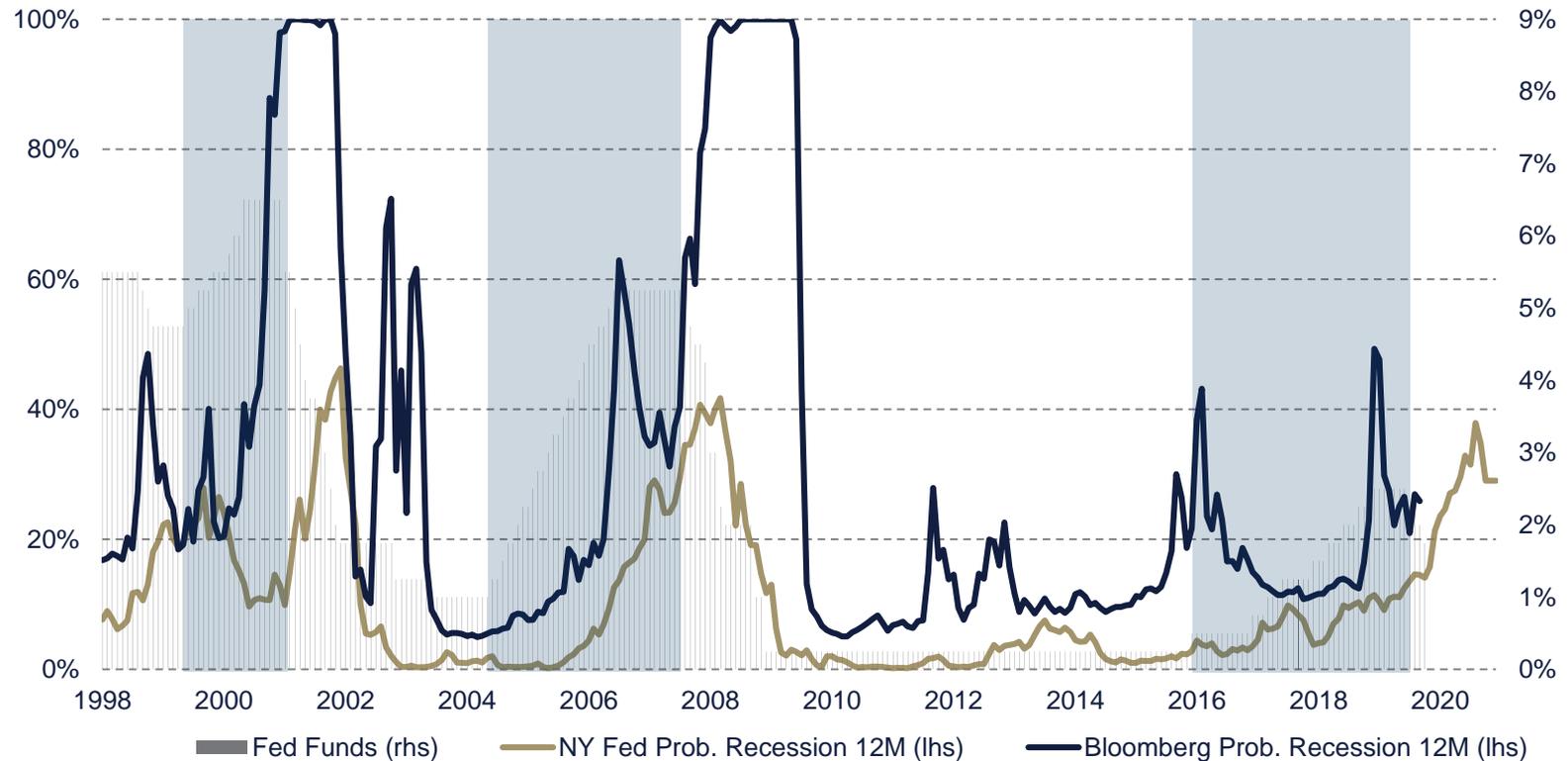
Resumen de mercados – Diciembre 2019

- A medida que nos acercamos al final de un año que ha sido testigo de un **rebote histórico en los mercados financieros**, con todas las principales clases de activos mostrando ganancias de dos dígitos, el optimismo aumenta entre los inversores. Sin embargo, es importante tener en cuenta que **la economía sigue en una coyuntura crítica** y que la debilidad en el sector manufacturero puede comenzar a traducirse en pérdidas de empleo y una merma en la confianza del consumidor
- Las esperanzas de una mejora en la actividad económica están siendo impulsadas por la **creciente probabilidad de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China**, que eliminaría la incertidumbre a la que se enfrentan las corporaciones a la hora de tomar decisiones de inversión. Sin embargo, existe el **riesgo de que las causas de la desaceleración puedan ser más profundas**, y que la actividad industrial continúe desacelerándose a pesar de llegar a un acuerdo
- Mientras tanto, **los bancos centrales se están asegurando de que en el mercado abunde la liquidez**, de modo que las condiciones financieras sigan siendo muy favorables. Es muy poco probable que esta situación se revierta hasta que no sea patente que la economía global crece con fuerza y la inflación se recupere de manera clara y sostenida
- **Los tipos de interés a largo plazo permanecerán bajos durante un prolongado período de tiempo**, pero esto no significa que no puedan aumentar desde los niveles actuales. Si el ciclo económico finalmente se prolonga, vemos espacio para que el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años alcancen niveles cercanos al 3%
- Ante este escenario, **continuamos considerando la renta variable como la clase de activos más atractiva**. Aunque en este punto ya no podemos contar con el crecimiento de los márgenes y la ingeniería financiera para continuar aumentando las ganancias; el crecimiento orgánico y los rendimientos de flujo de efectivo libre son suficientes para proporcionar un mayor apoyo al mercado de valores
- De hecho, si hay una sola certeza para el próximo año, es que **los rendimientos serán más bajos para la mayoría de las clases de activos**. Por lo tanto, la importancia de **seleccionar instrumentos que generen rendimiento, paguen dividendos estables y exhiban crecimiento** en un entorno de bajo crecimiento y bajos tipos de interés

Política de inversión

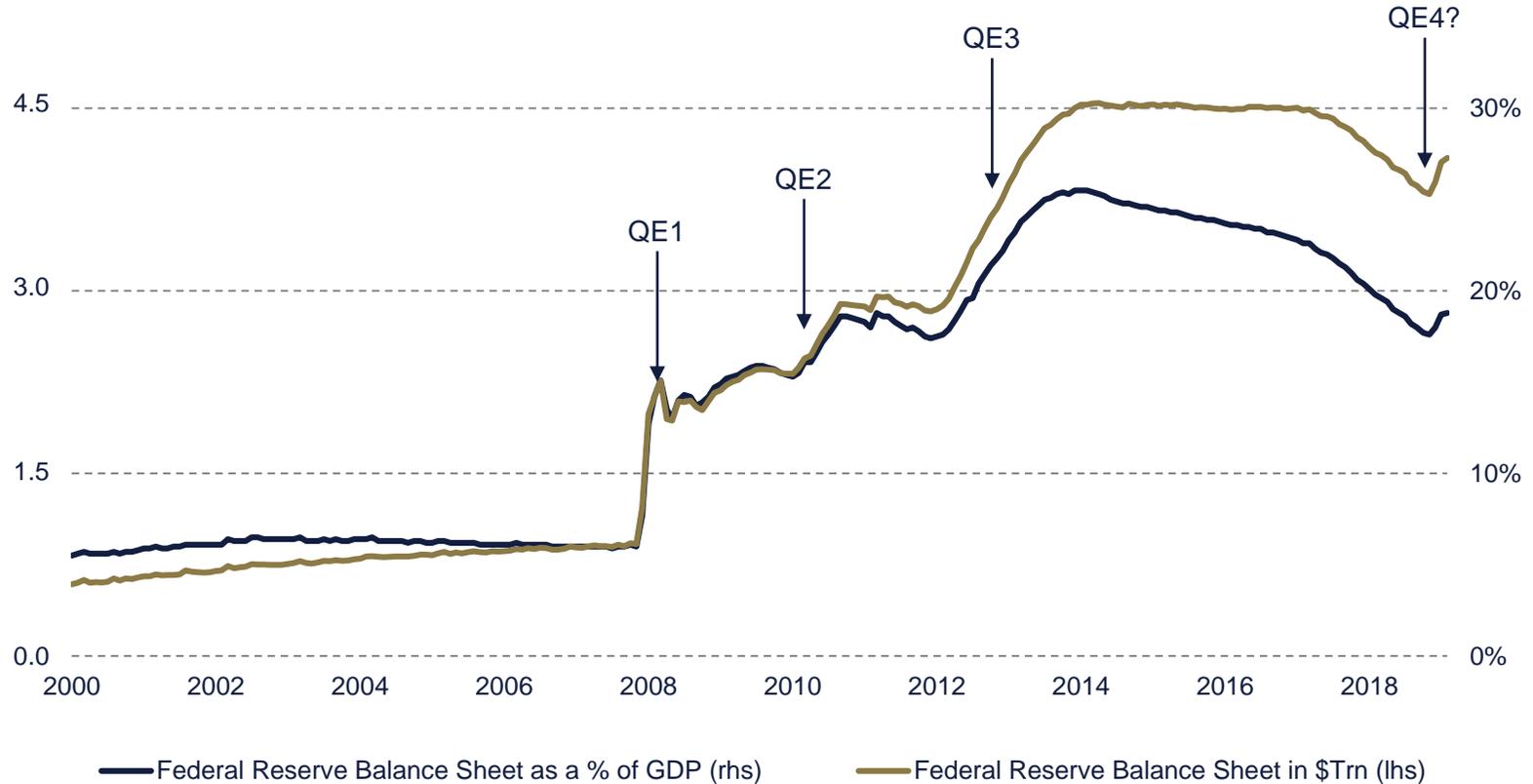
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	=	Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en los plazos largos no son atractivos, por lo que preferimos vencimientos más cortos
	Crédito US	+	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

El riesgo de recesión continúa siendo elevado



- En un año, el **consenso inversor** ha pasado de asignar una **alta probabilidad de recesión a descontar un acuerdo comercial** que permita a la economía dar un giro positivo
- Sin embargo, la desaceleración económica es patente y **la probabilidad de recesión sigue siendo elevada** bajo varias métricas. En última instancia, **la mayoría de las recesiones han sido provocadas por la Fed**, y queda todavía por ver si esta vez el giro en política monetaria será lo suficientemente rápido

El apoyo de los bancos centrales sigue siendo clave



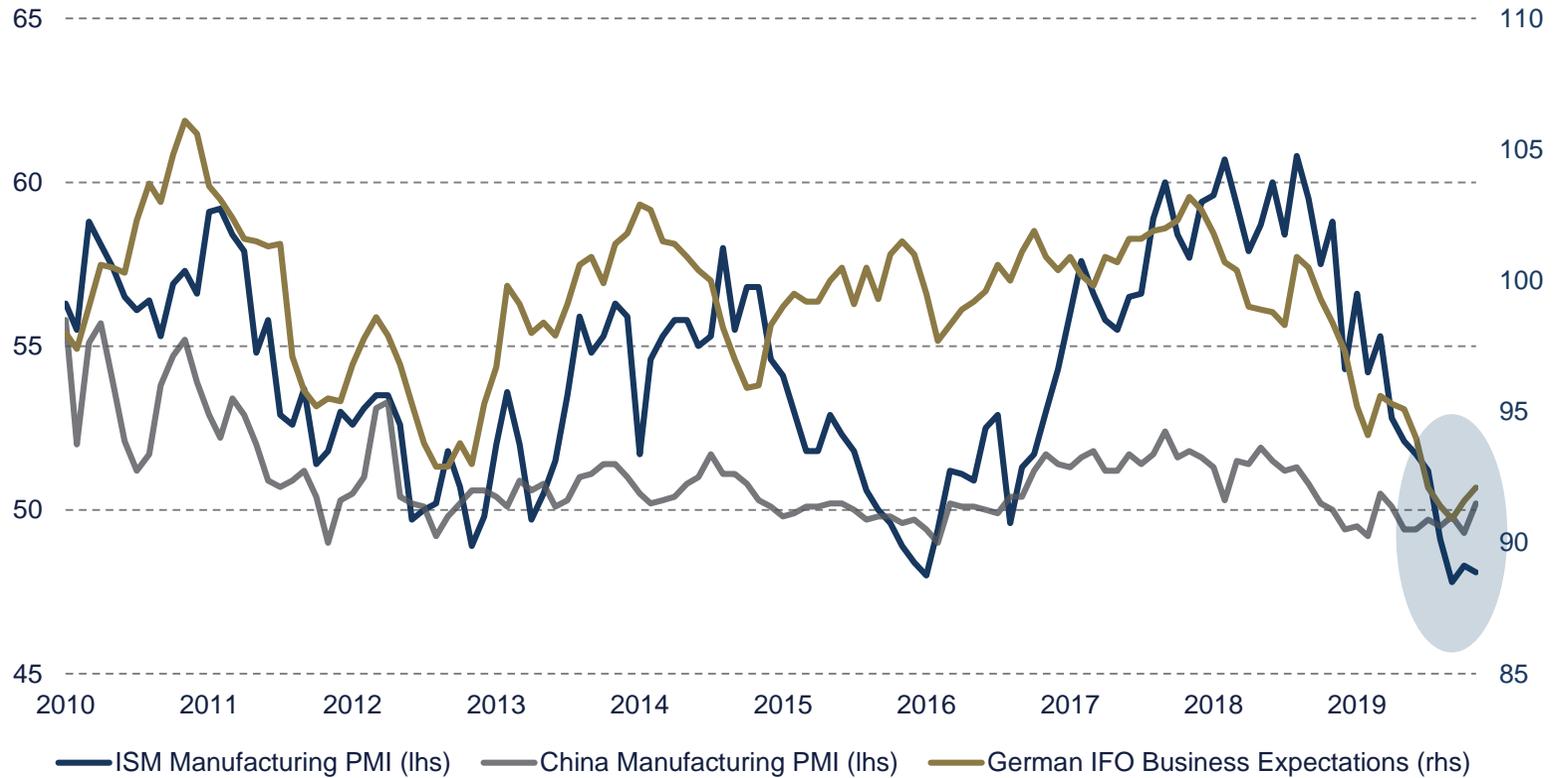
- La aparente **desconexión entre unos mercados bursátiles alcanzando máximos históricos y una economía en desaceleración** puede atribuirse principalmente a que los bancos centrales han continuado proporcionando abundante liquidez a los mercados
- Este apoyo es de esperar que continúe, ya que es patente que **los bancos centrales quieren evitar una recesión a toda costa**

El apoyo de los bancos centrales sigue siendo clave



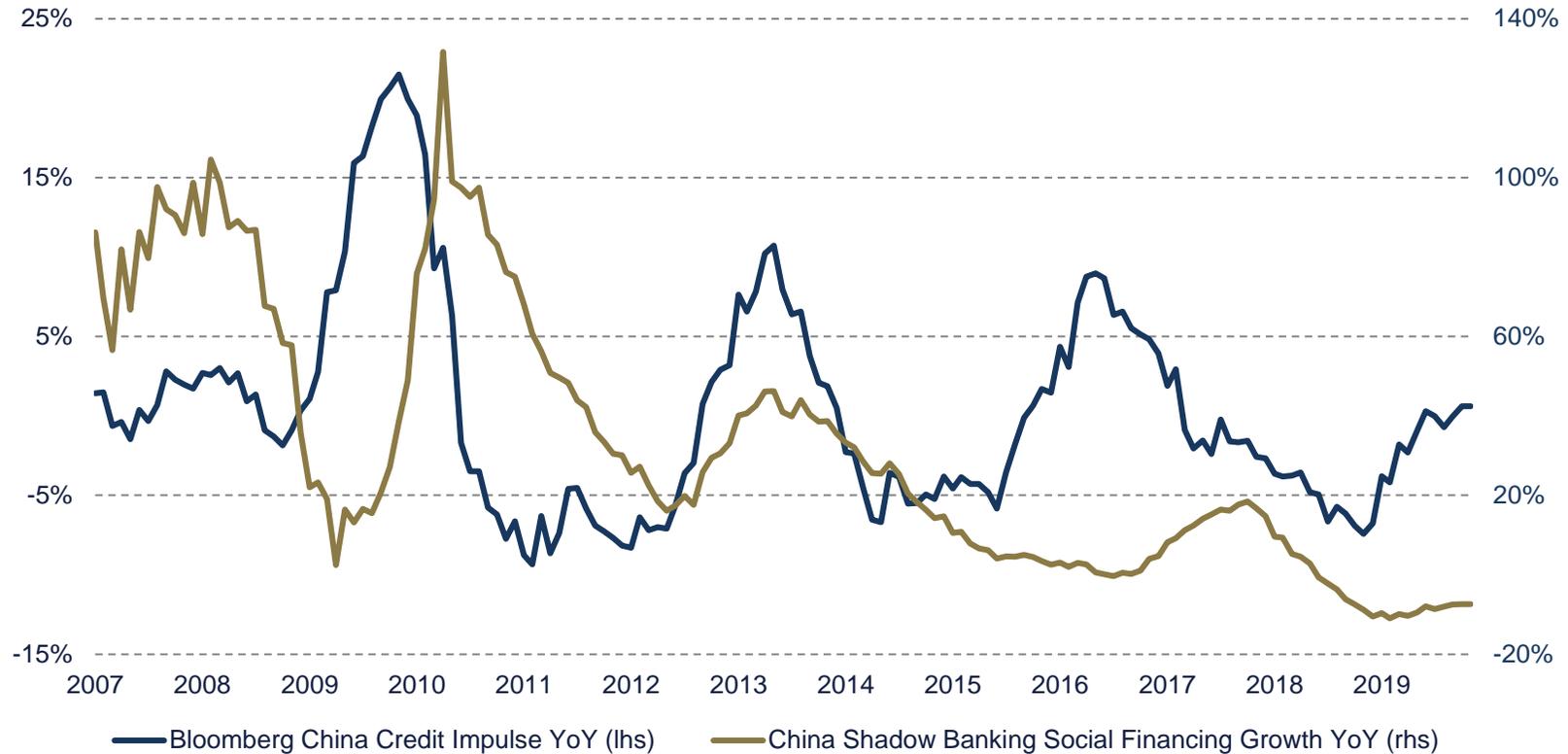
- Las recientes tensiones en el mercado monetario han demostrado que **el proceso de revertir el QE**, dejando que las posiciones actuales venzan sin reinvertirlas, **no está exento de riesgos**
- **La Reserva Federal no tiene ninguna necesidad de reducir su balance**, y por tanto creemos que seguirá comprando notas del Tesoro si lo considera oportuno

Demasiado pronto como para anticipar un cambio



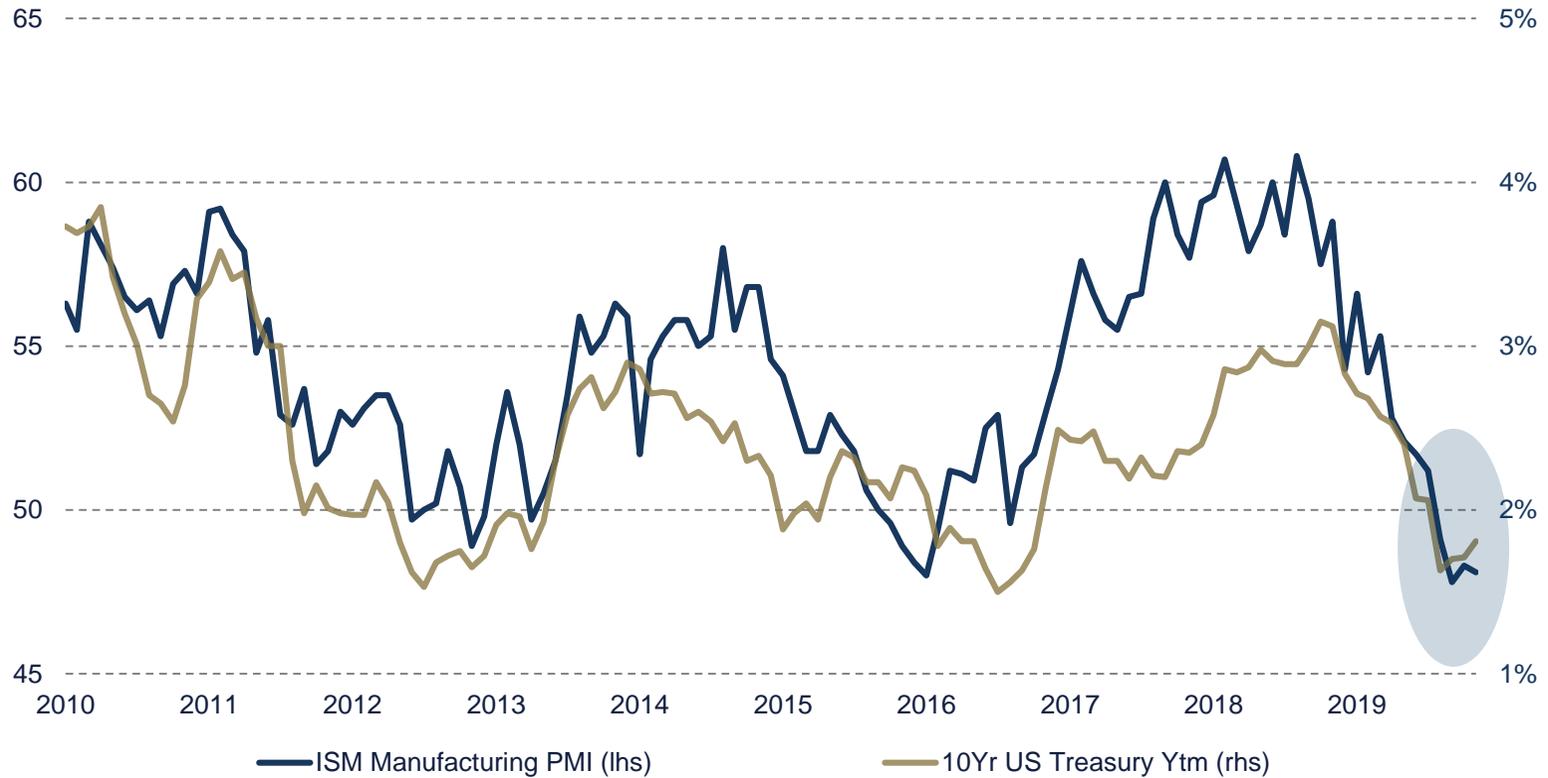
- En los últimos dos meses, la **actividad manufacturera global ha mostrado señales incipientes de poder revertir la tendencia**, pero aún es demasiado pronto para declarar una victoria
- El **riesgo continúa siendo que la situación no mejore a pesar de que haya un acuerdo comercial**

La desaceleración en China ocultada por la disputa



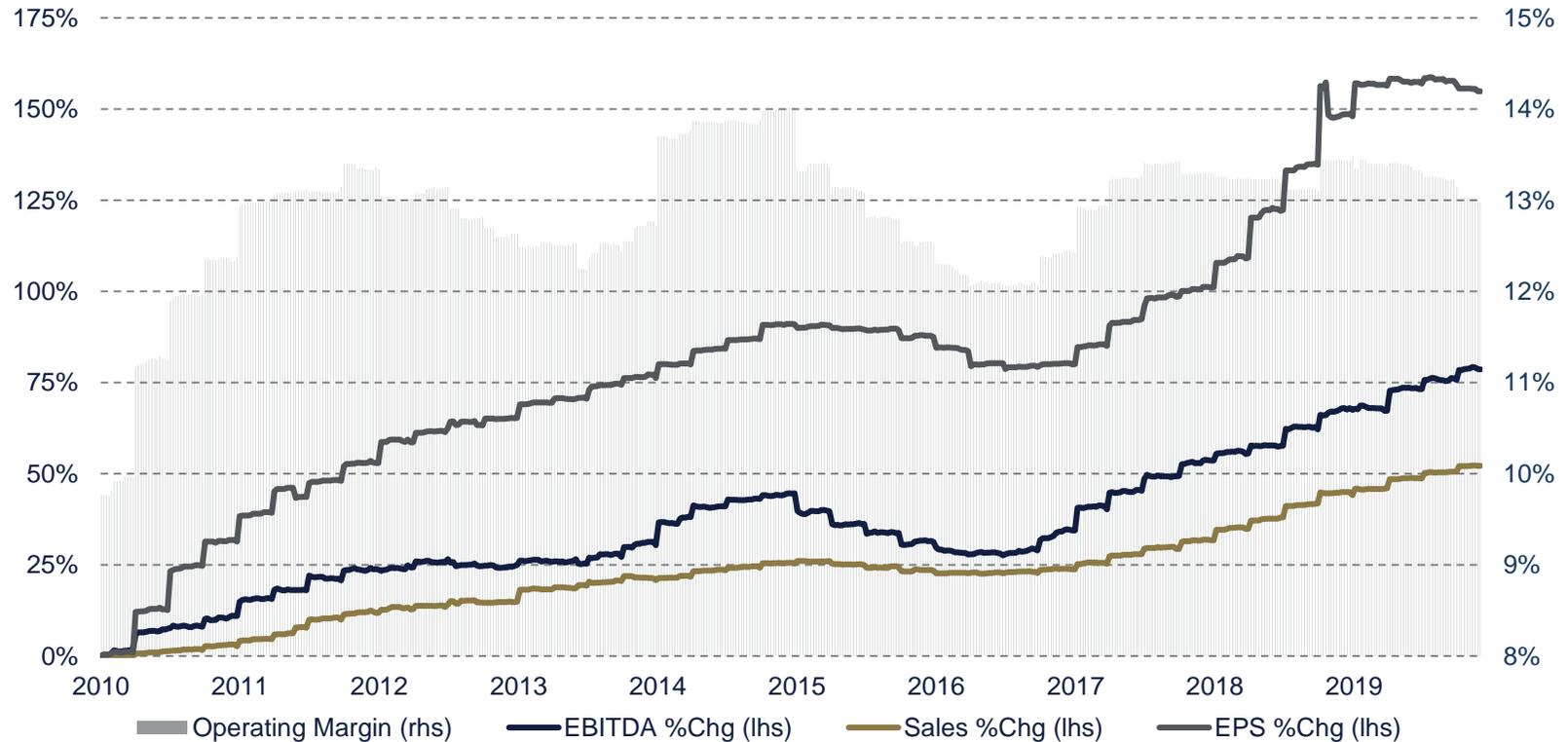
- Una de las **decepciones en política económica** de este año ha sido el **escaso alcance de las medidas monetarias y fiscales puestas en marcha por las autoridades chinas**
- Estas últimas han **dado prioridad al proceso de desapalancamiento financiero**, frente a tratar de reactivar la economía de forma agresiva

Una mejora en la actividad conllevará sus riesgos



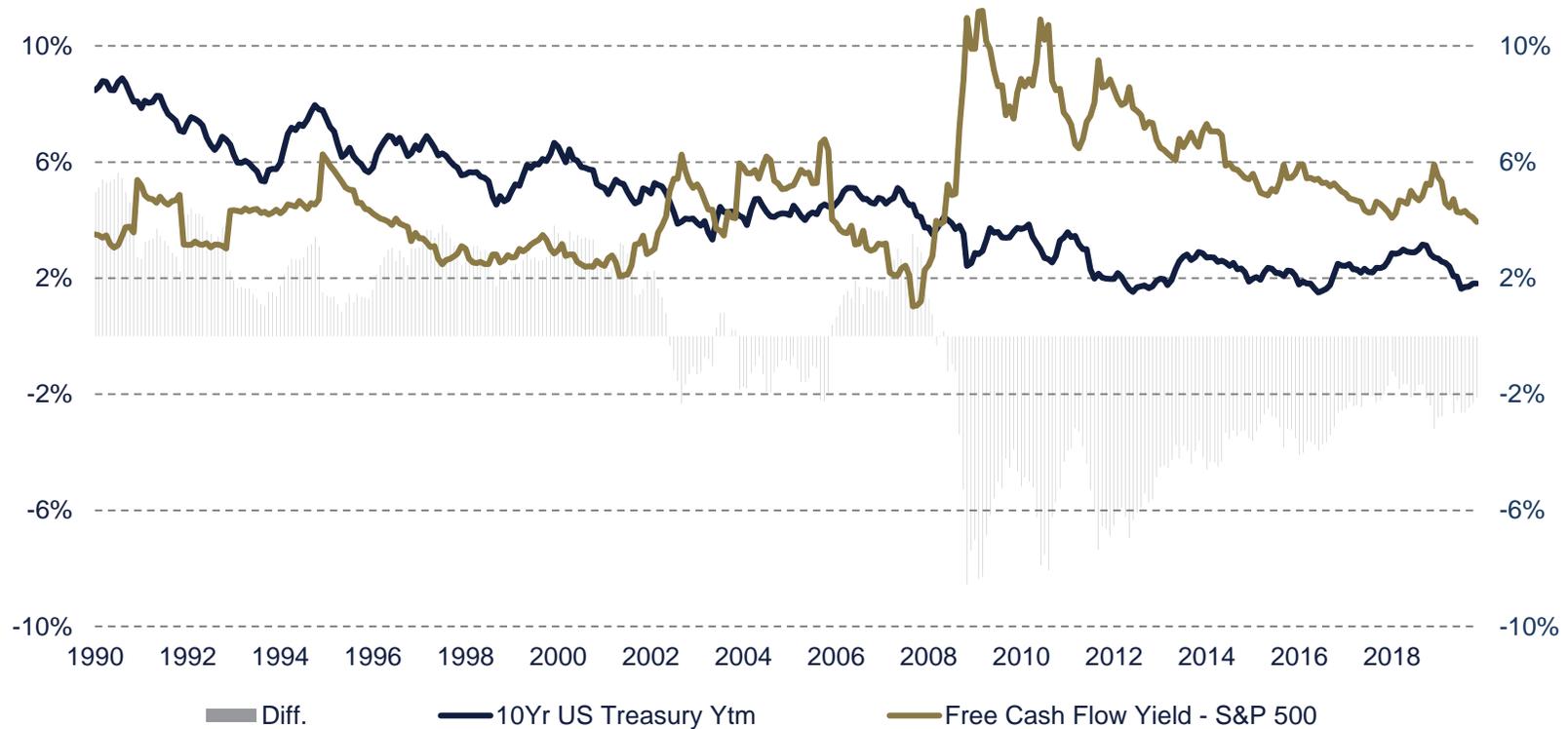
- Aunque, en términos generales, la esperada recuperación de la actividad reducirá el riesgo de entrar en recesión y ayudará a los activos de riesgo, no debemos olvidar que **las valoraciones actuales (tanto de acciones como de bonos) dependen de que tipos de interés se mantengan bajos**

El margen de mejora es limitado



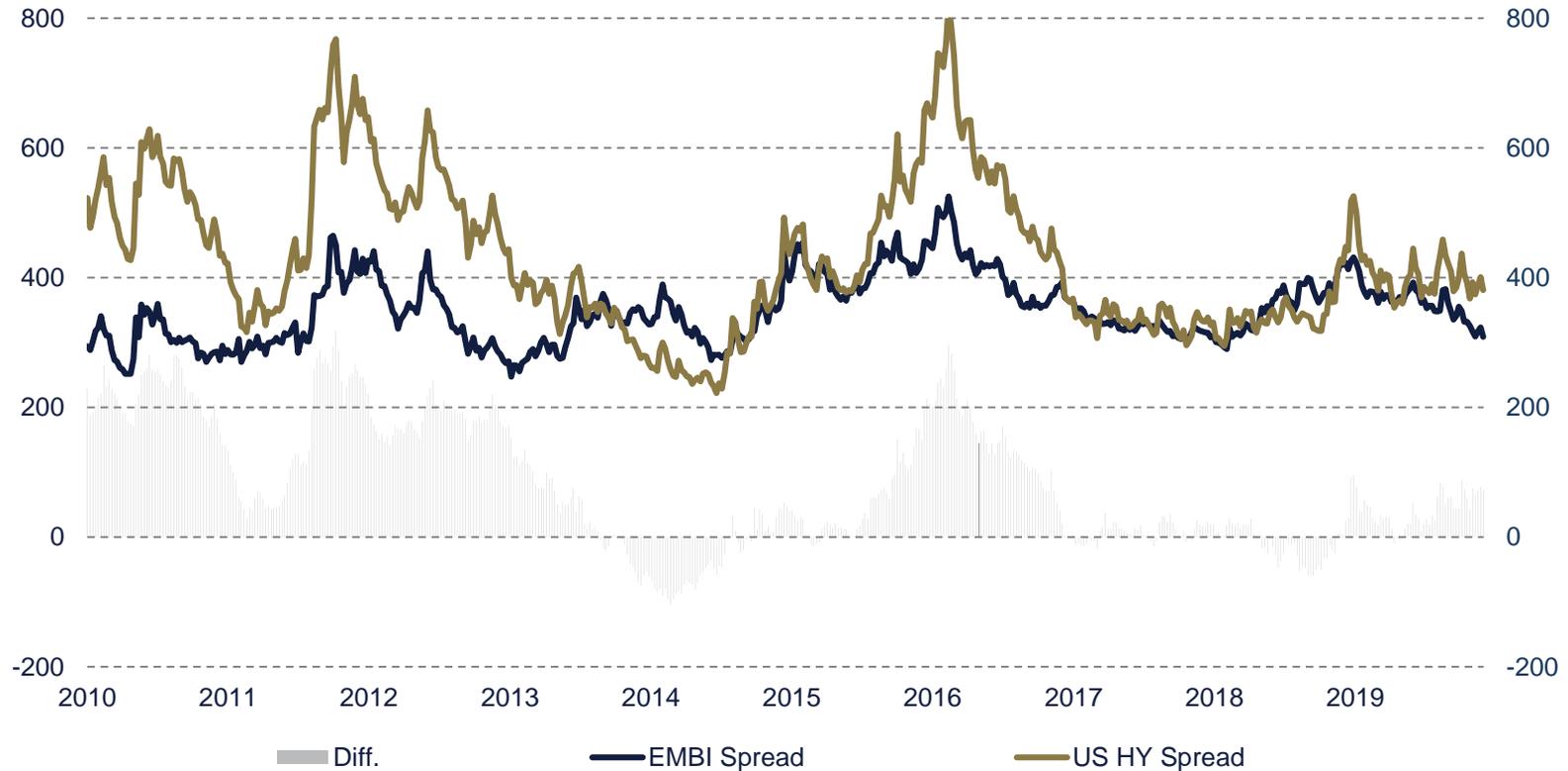
- En el frente corporativo, seguimos observando una **tendencia ininterrumpida en el crecimiento orgánico**. Sin embargo, a estas alturas del presente mercado alcista, **no podemos contar más con que, tanto el crecimiento de los márgenes como la ingeniería financiera, continúen impulsando las ganancias**

Las acciones siguen siendo la clase de activo más atractiva



- Sobre una base relativa, continuamos considerando que **las acciones son la clase de activo más atractivamente valorado**. Esto implica que si los tipos de interés no aumentan significativamente, **todavía hay margen para la expansión por múltiplos**
- Sin embargo, los **inversores deben reducir sus expectativas de rendimiento**, ya que en el futuro las ganancias estarán más estrechamente ligadas al crecimiento subyacente en los beneficios corporativos

El crédito está caro, pero ofrece ingresos



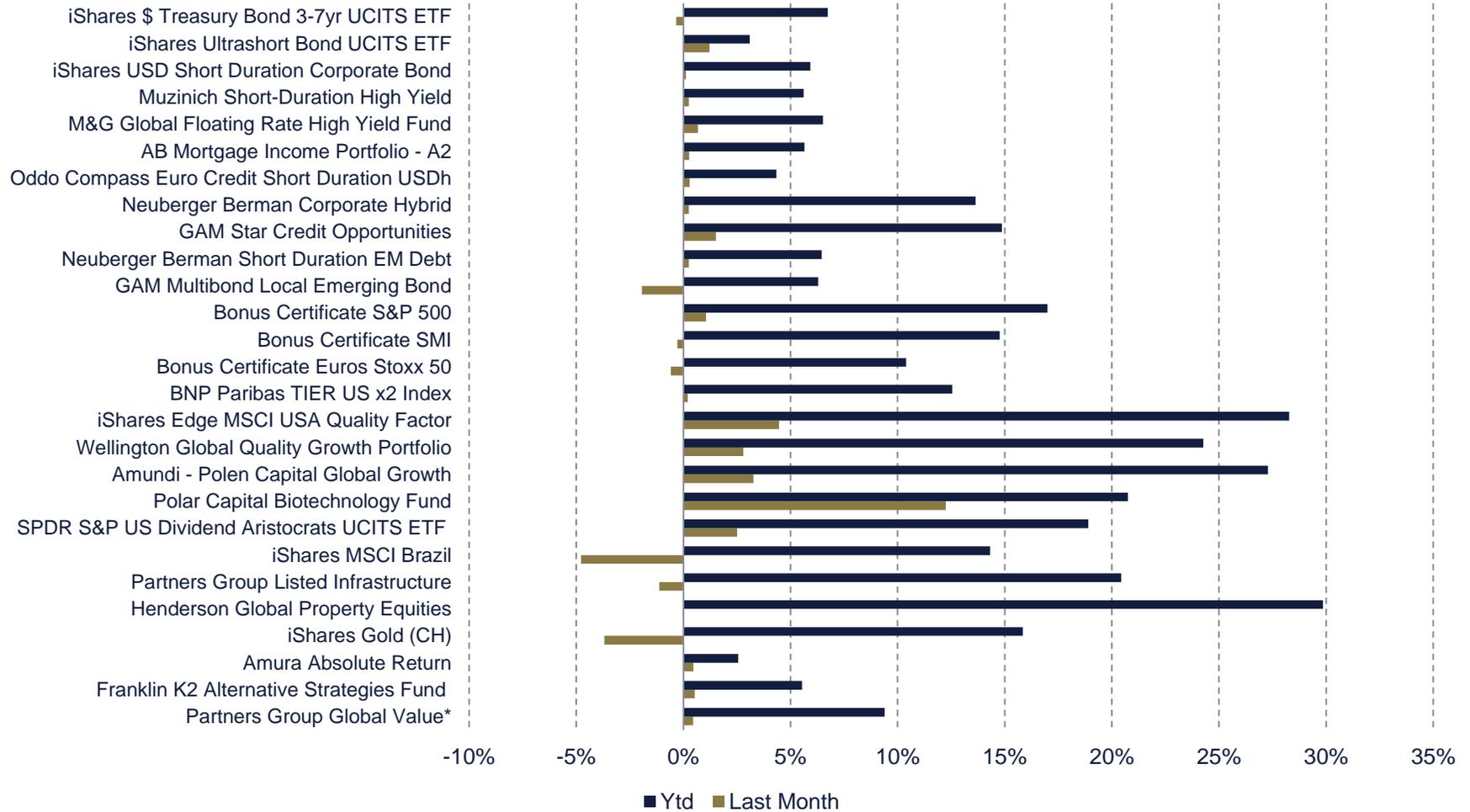
- **Los diferenciales de crédito permanecen en su rango más bajo.** Probablemente sean **demasiado estrechos** teniendo en cuenta las incertidumbres en torno a la dirección de la economía global, pero aún ofrecen suficientes retornos como para agregarlos a las carteras
- **Comparando entre high yield y mercados emergentes, estos últimos parece tener una valoración ligeramente más atractiva**

Más riesgo a la baja que al alza en el dólar



- Los fundamentales continúan apoyando un dólar estadounidense fuerte. Sin embargo, existe un mayor riesgo de que tanto los diferenciales de tipos de interés, como los de crecimiento, se reduzcan, en lugar de lo contrario. Este es uno de los motivos detrás de nuestra asignación táctica a deuda en moneda local de mercados emergentes

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 2 de diciembre 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

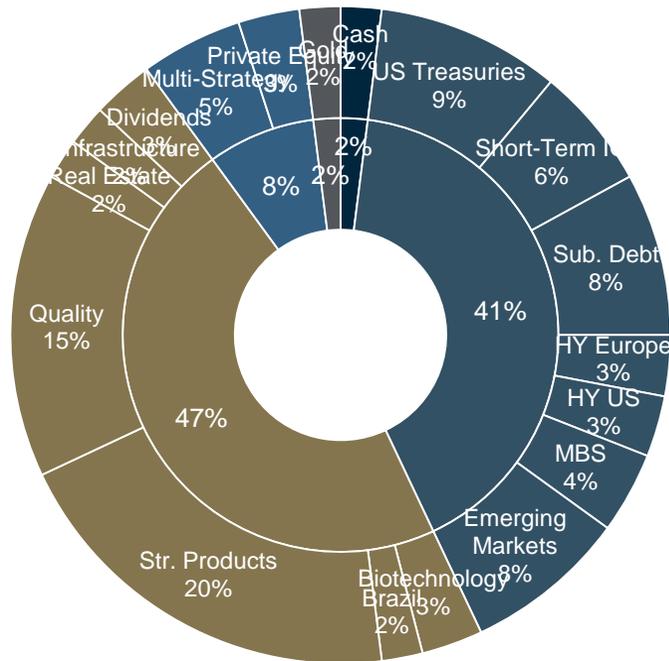
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

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

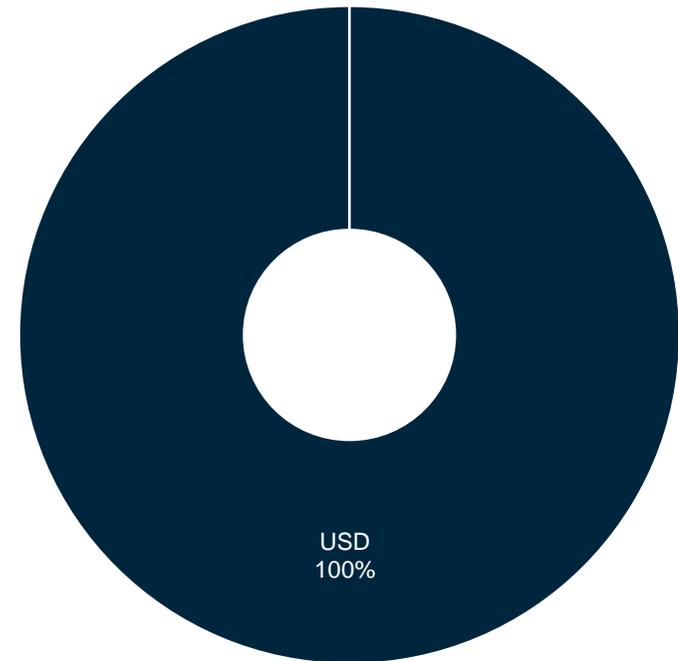
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



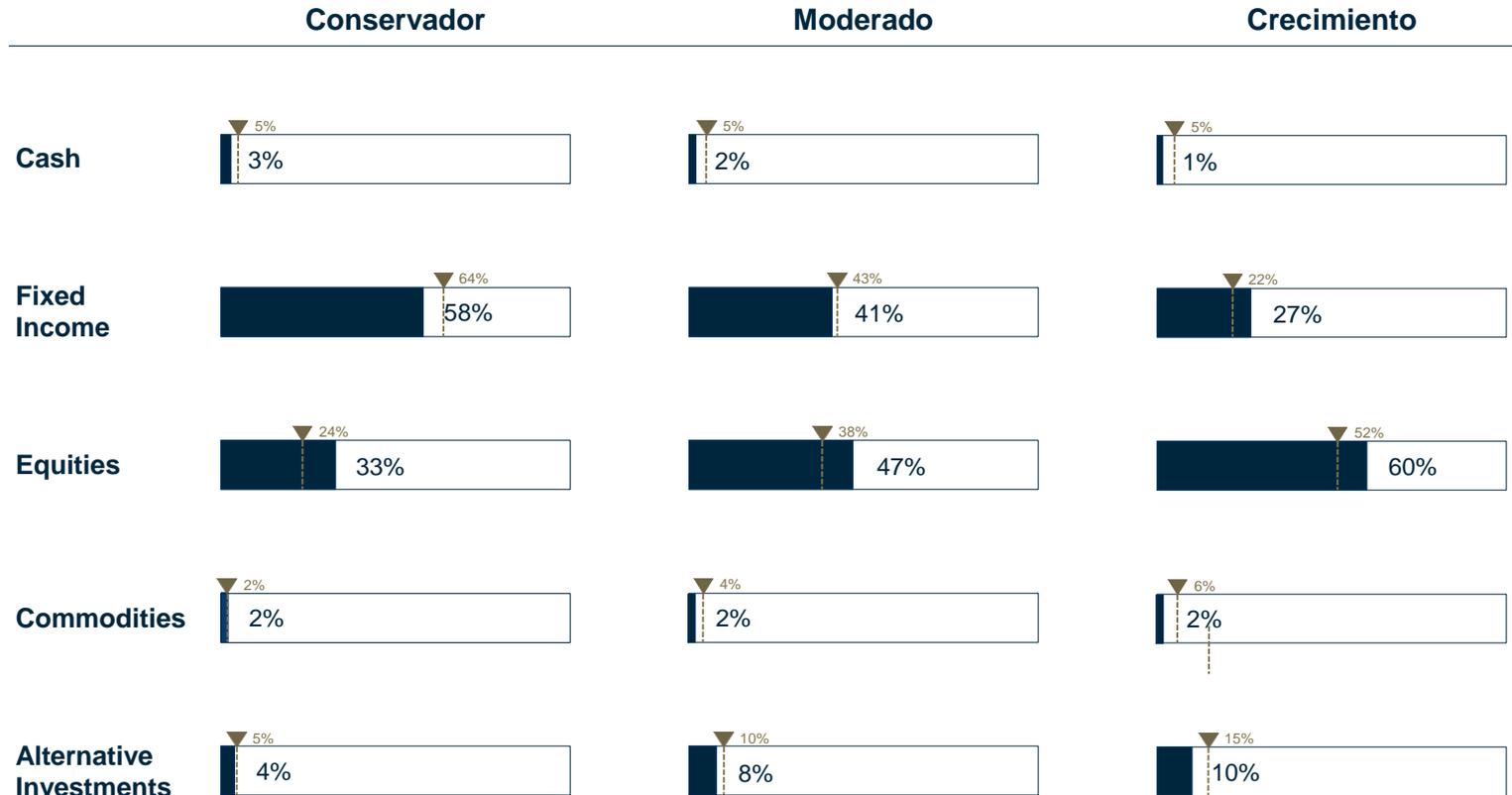
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



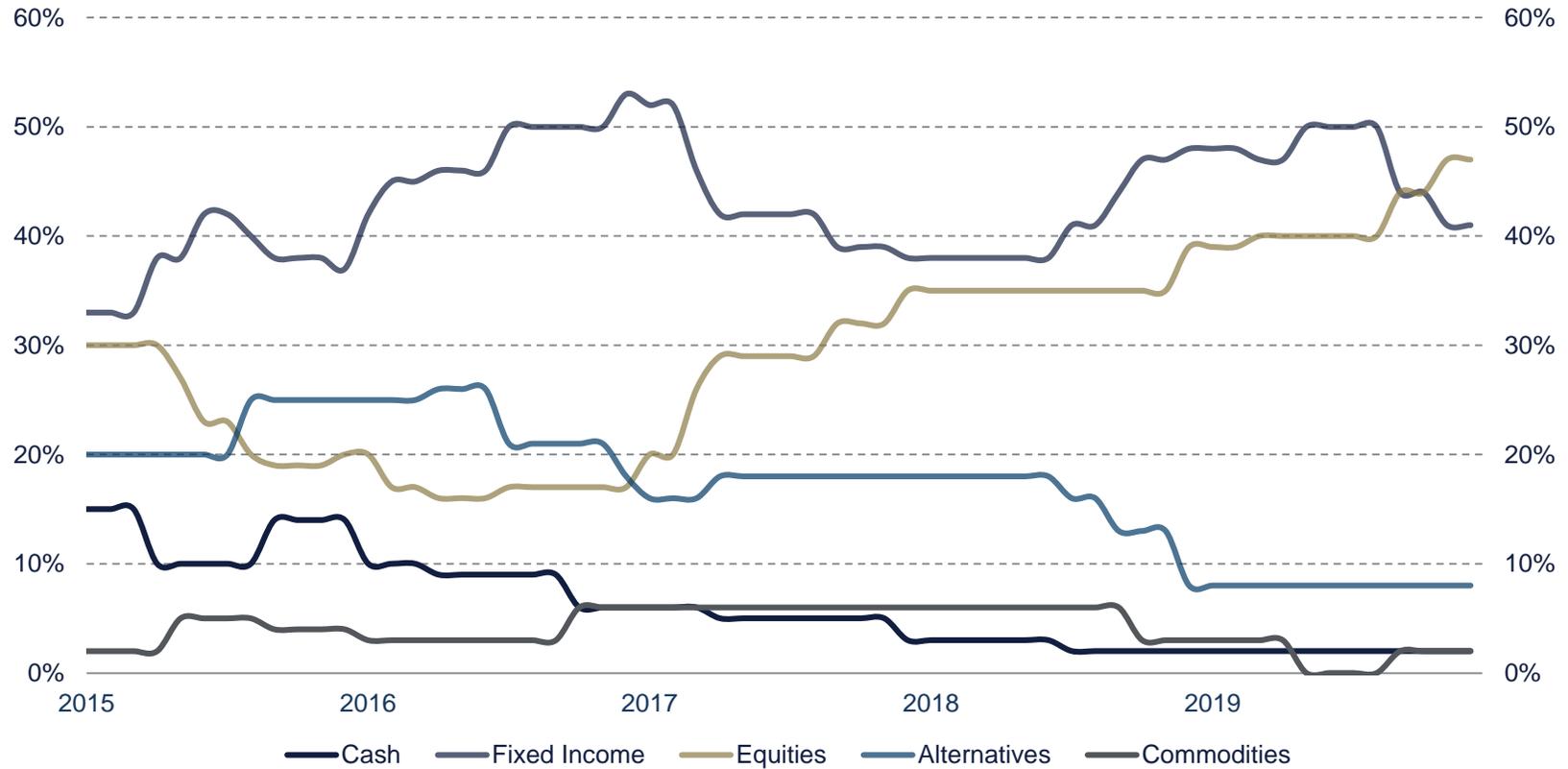
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

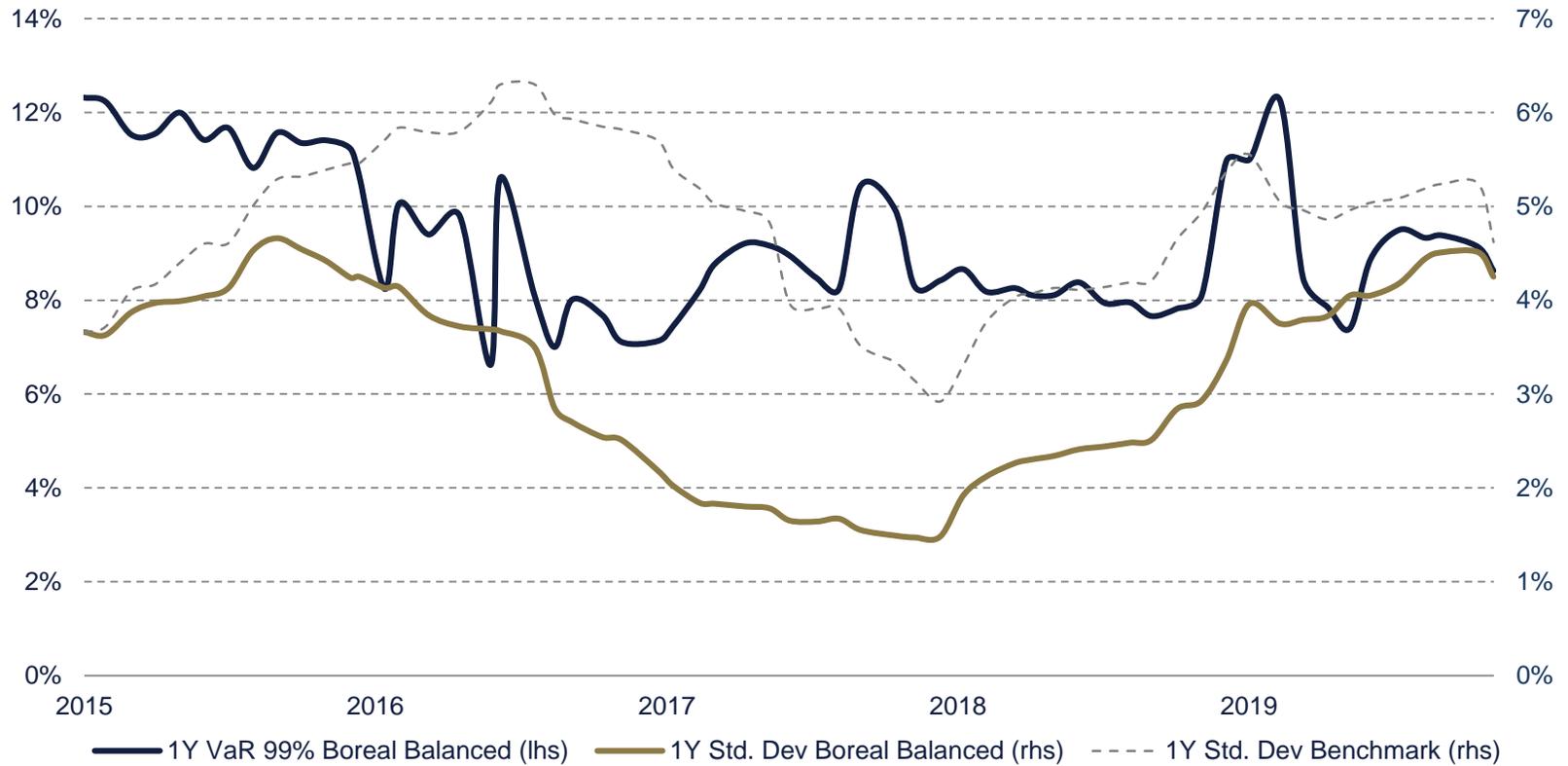


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

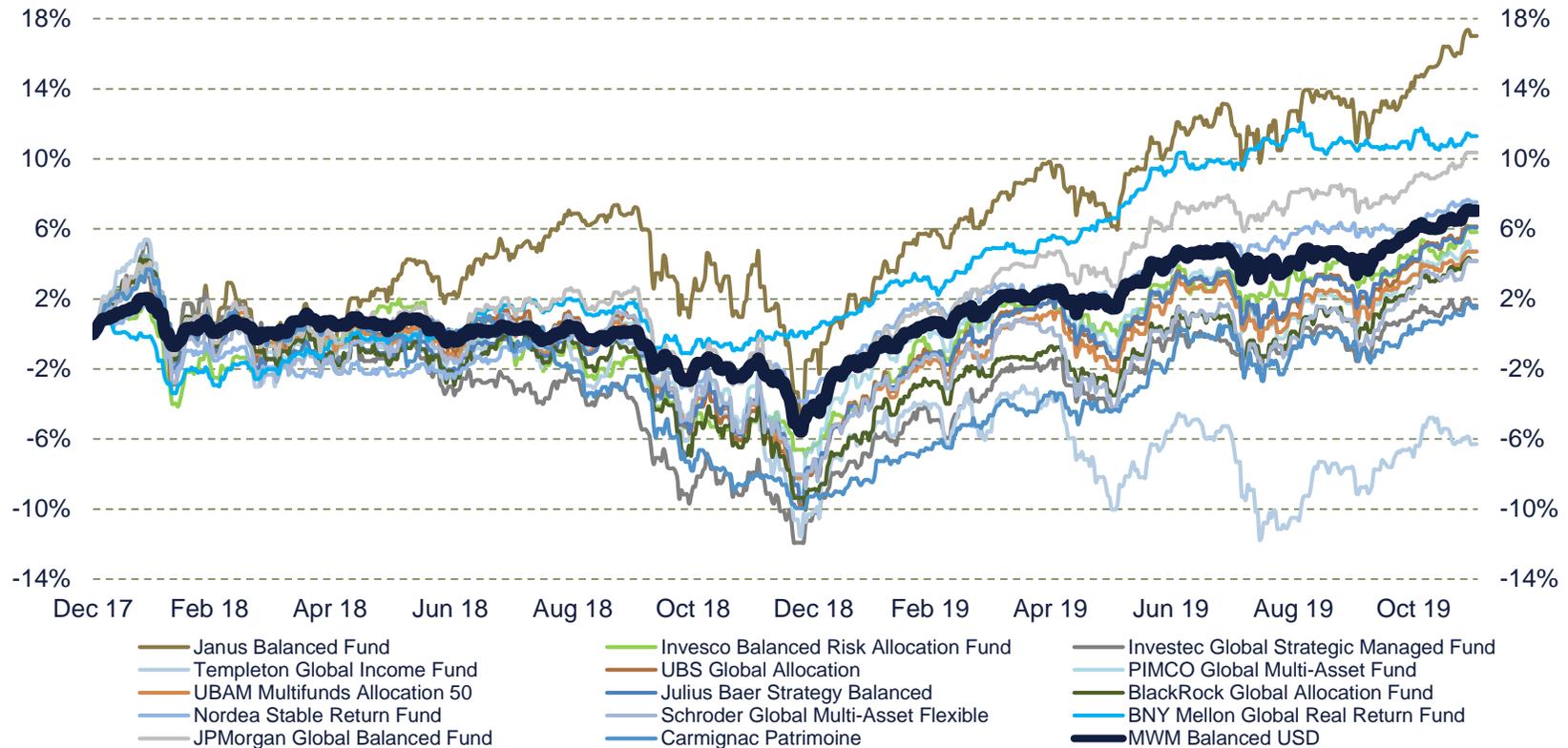


Portafolio Modelo Boreal – Evolution VaR y volatilidad



¹ A 2 de diciembre de 2019
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **10º de 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 2 de diciembre de 2019
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año

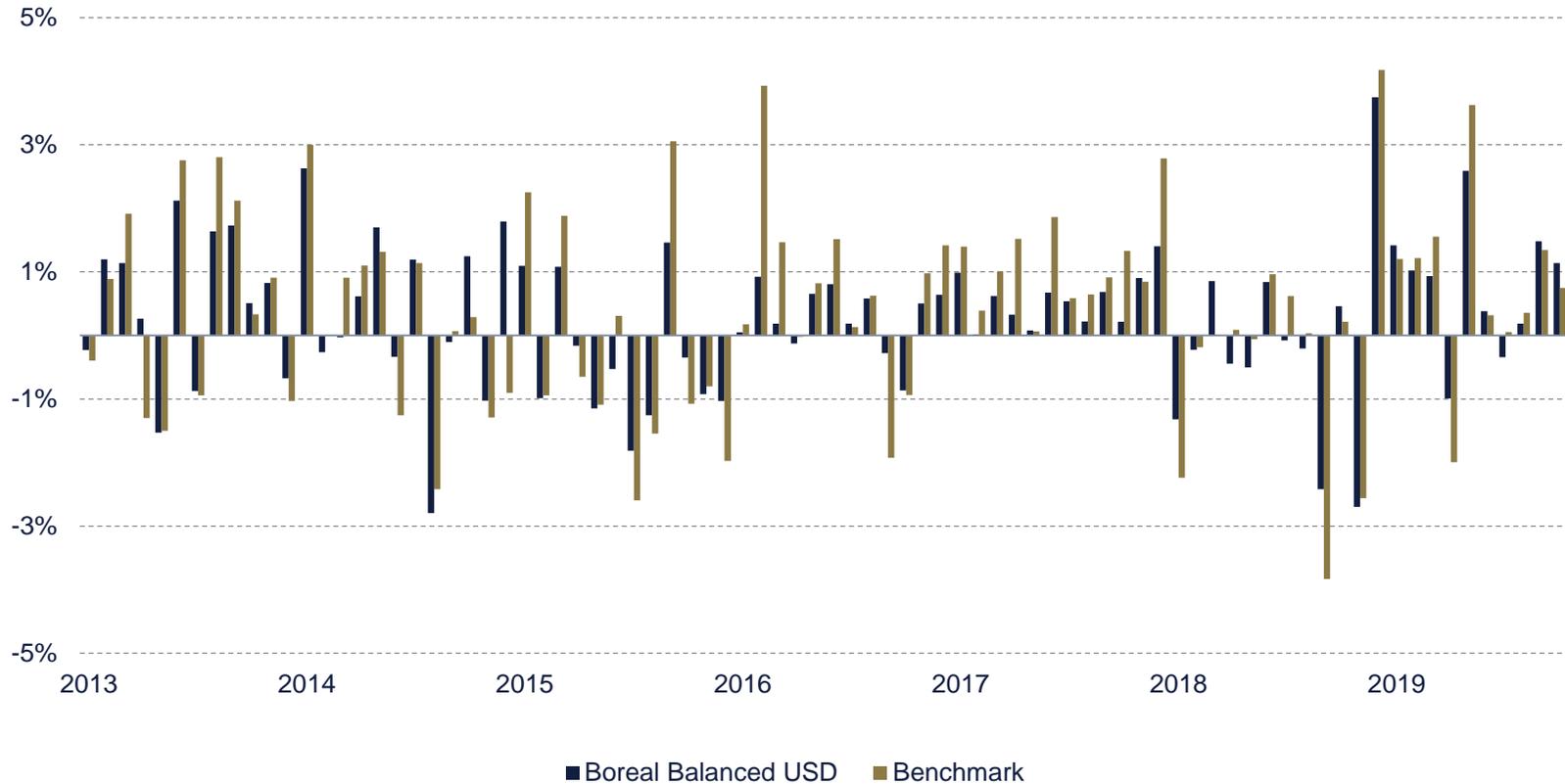


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **11.77%** vs. **12.78%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **3.86%** vs. **4.18%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **2.86%** vs. **2.93%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **2.80** vs. **2.86** Benchmark²

¹ A 2 de diciembre 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)

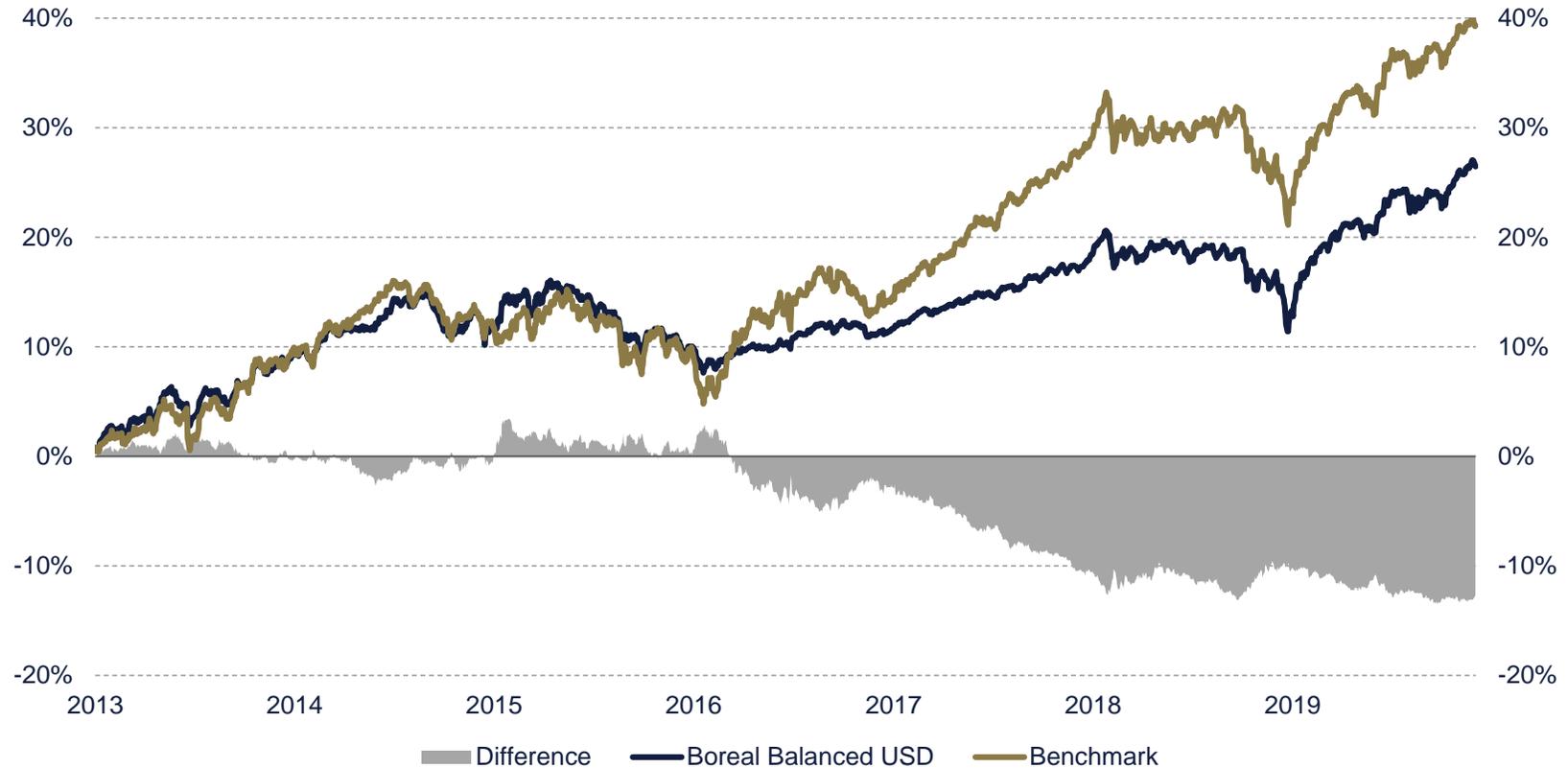


- **Rentabilidad absoluta** (1 año¹): **8.76%** vs. **9.90%** Benchmark²
- **Rentabilidad absoluta** (3 años¹): **13.93%** vs. **22.74%** Benchmark²
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2012¹): **26.46%** vs. **39.31%** Benchmark²

¹ A 2 de diciembre 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): **4.26%** vs. **4.66%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3.17%** vs. **3.27%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **1.57** vs. **1.69** Benchmark²
- **Var 95% - 1day** (1 año¹): **-0.44%** vs. **-0.46%** Benchmark²

¹ A 2 de diciembre 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.