

Política de inversión

Febrero 2020

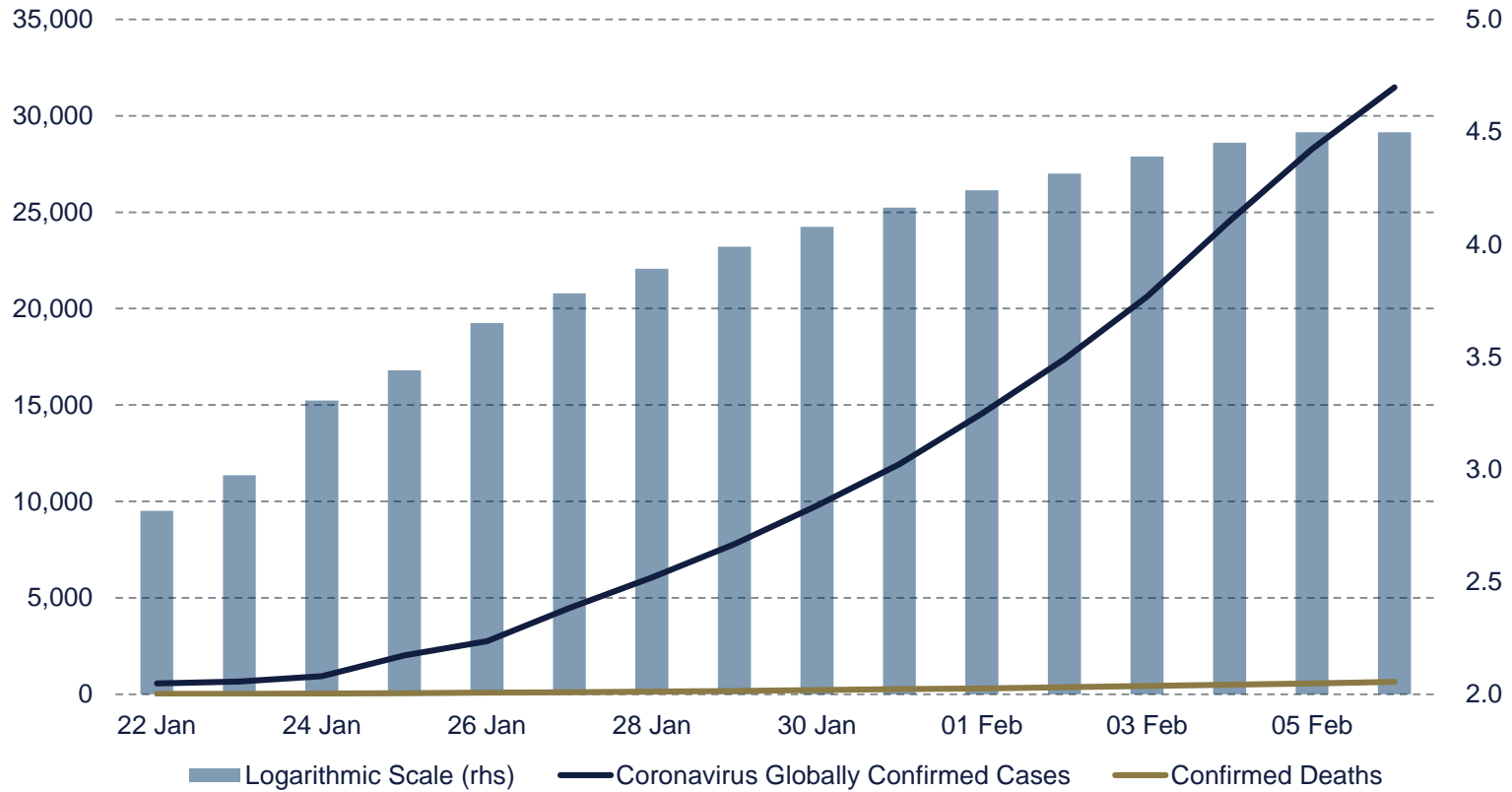
Resumen de mercados – Febrero 2020

- El nuevo brote de **coronavirus ha dominado los titulares y conmocionado a los mercados financieros**. Aunque en comparación con la epidemia de SARS, el nuevo virus está demostrando ser menos letal, también está resultando mucho más contagioso, aumentando el **riesgo de una pandemia global**. Afortunadamente, esta vez las autoridades chinas han reaccionado de manera rápida y han tomado medidas decisivas para detener la propagación de la enfermedad
- Actualmente, **todavía es demasiado pronto para juzgar si el virus podrá ser controlado**. El número de casos nuevos indudablemente aumentará en los próximos meses, pero para poder considerarlo como un incidente aislado necesitamos observar una desaceleración en la tasa de propagación de la enfermedad
- Más allá del lamentable coste en vidas humanas, **desde una perspectiva económica**, debemos tratar de **discernir si los efectos causados por la enfermedad serán irreversibles** (destrucción de capital o consumo perdido) **o transitorios** (inversiones pospuestas o consumo diferido). **Se pueden descartar efectos a largo plazo más dañinos**, ya que una vacuna debería estar lista en los próximos meses. Sin embargo, **la economía china se verá negativamente afectada** y, dependiendo de la seriedad, existe el riesgo de que la economía mundial pueda caer en una recesión
- La epidemia ha desencadenado un típico evento de "**reducción de riesgo**" en los **mercados financieros**, con una bajada de los tipos de interés, un aumento de la volatilidad y la ampliación de los diferenciales de crédito. Sin embargo, la corrección parece excesiva, toda vez que **la probabilidad de que la nueva enfermedad pueda causar una recesión económica es baja**
- La irrupción del coronavirus ha **desviado la atención del último lote de datos macroeconómicos**, que apuntan a una **recuperación sincronizada de las manufacturas a nivel mundial**. Una menor probabilidad de recesión y tasas de interés extremadamente bajas continúan apuntalando los activos de riesgo. **La renta variable en particular aún ofrece una prima de riesgo muy atractiva**, tanto en términos absolutos (en comparación con su promedio histórico) como en términos relativos (en comparación con el crédito)

Política de inversión

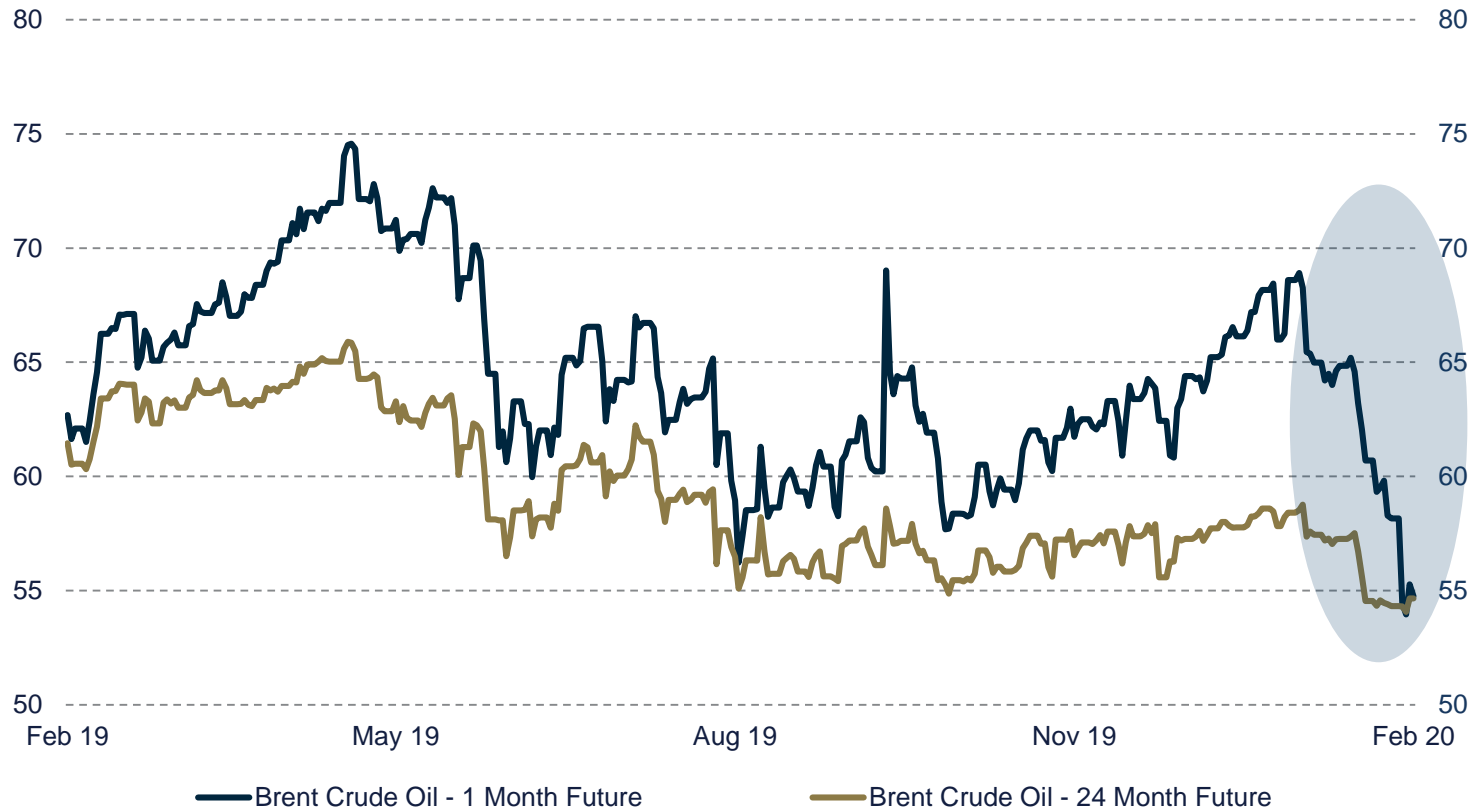
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	=	Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en los plazos largos no son atractivos, por lo que preferimos vencimientos más cortos
	Crédito US	+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

Epidemia o pandemia?



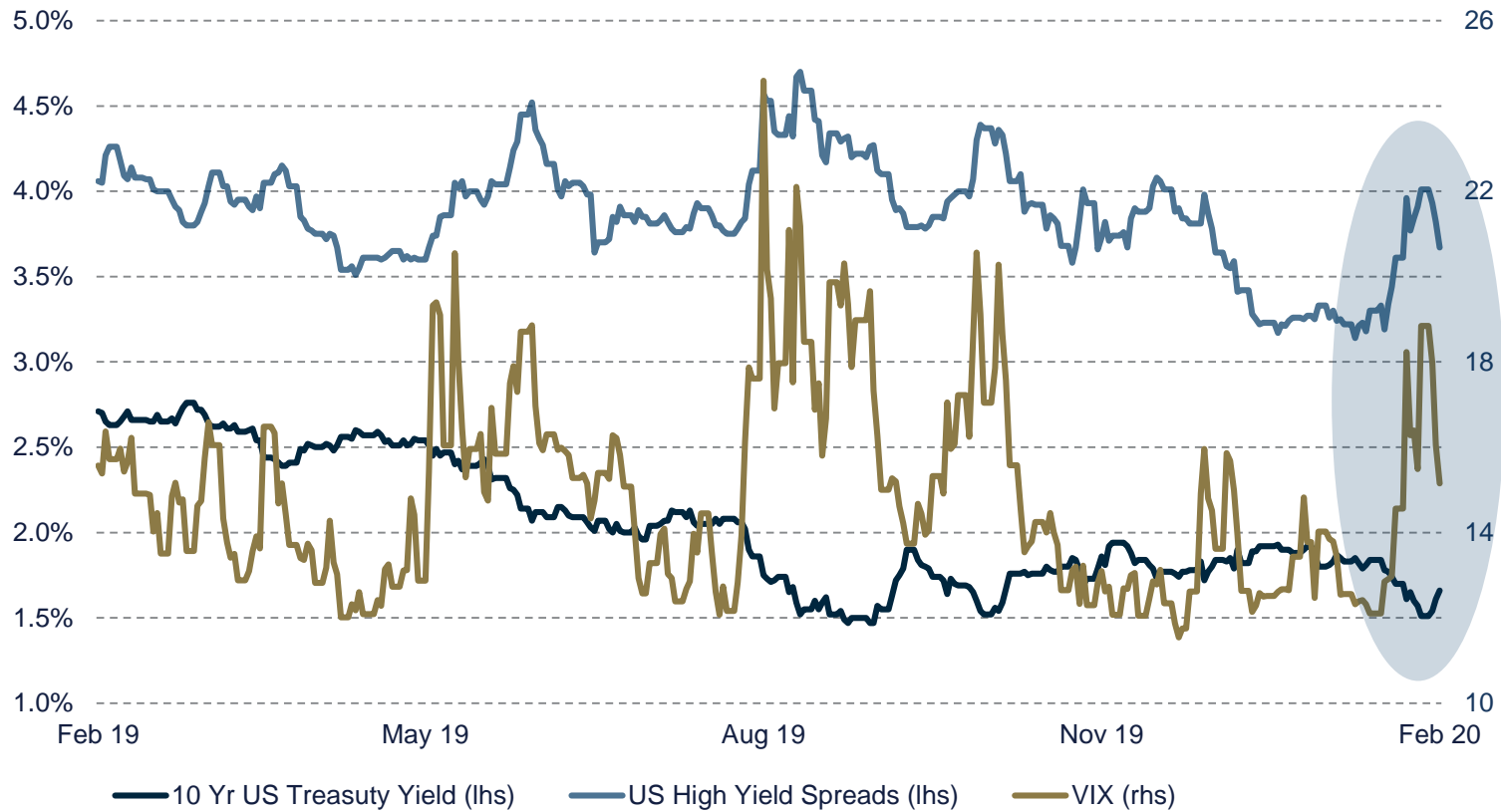
- El brote del nuevo coronavirus es un buen ejemplo de lo que los economistas llaman "**shocks externos**", eventos que pueden tener un profundo impacto económico, pero que son imposibles de predecir
- En **comparación con la epidemia del SARS**, el nuevo virus está demostrando ser más contagioso, pero menos letal. Otra diferencia es que esta vez las autoridades chinas han reaccionado con más rapidez. En este momento, es **crítico que la propagación de la enfermedad comience a mostrar signos de estar bajo control**

Efectos de corto y largo plazo



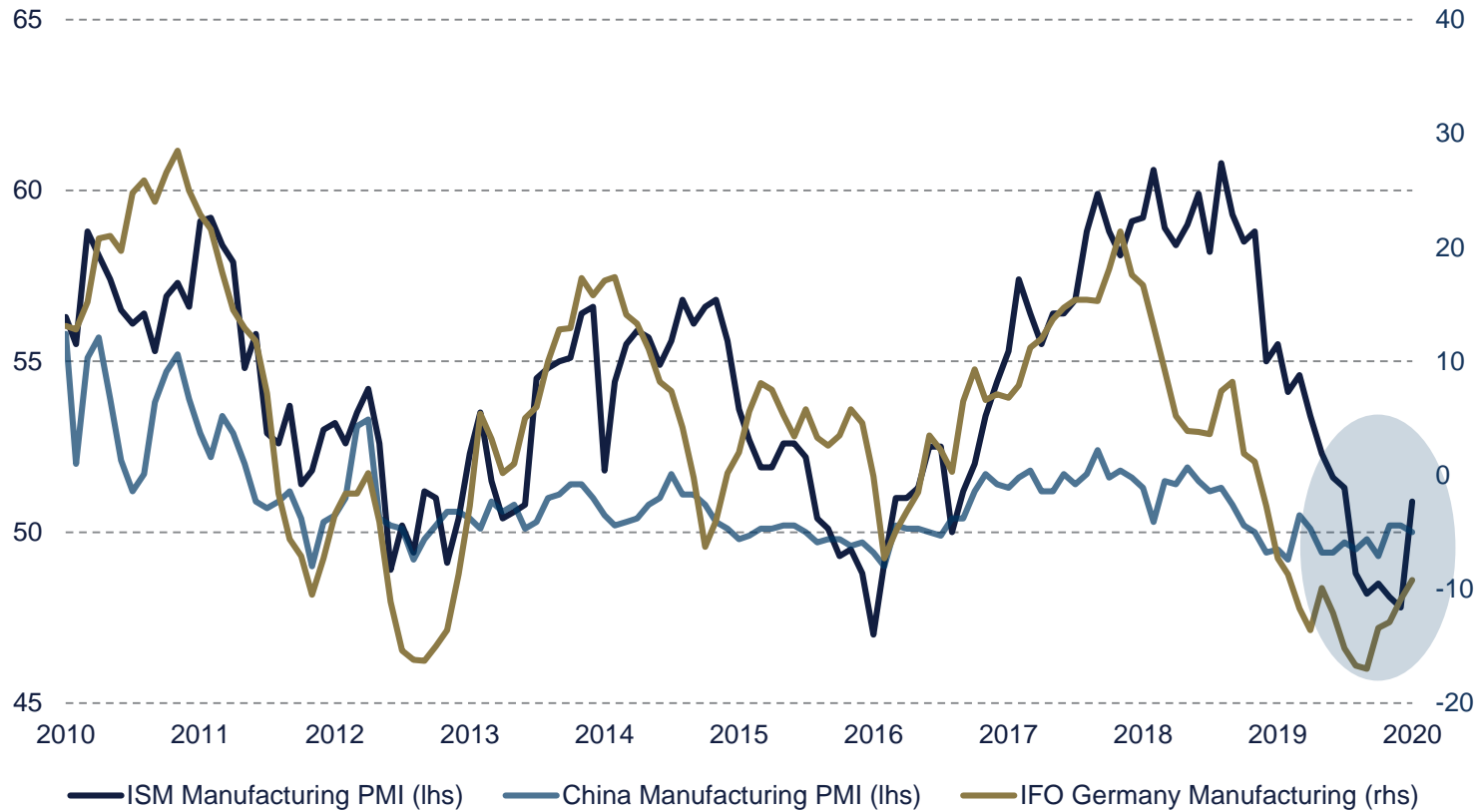
- Siempre estamos expuestos a este tipo de eventos desafortunados, desde un punto de vista económico, lo relevante es **evaluar si pueden causar efectos que sean irreversibles** (destrucción de capital o consumo perdido) o transitorios (inversiones postpuestas o consumo diferido)
- Por el momento, parece que **la economía China se va a llevar la peor parte** debido a las restricciones al transporte y a la menor actividad comercial. Se sentirán también **efectos de segundo orden** en la economía global, particularmente en los sectores de materias primas, lujo y transporte

“Risk-Off”



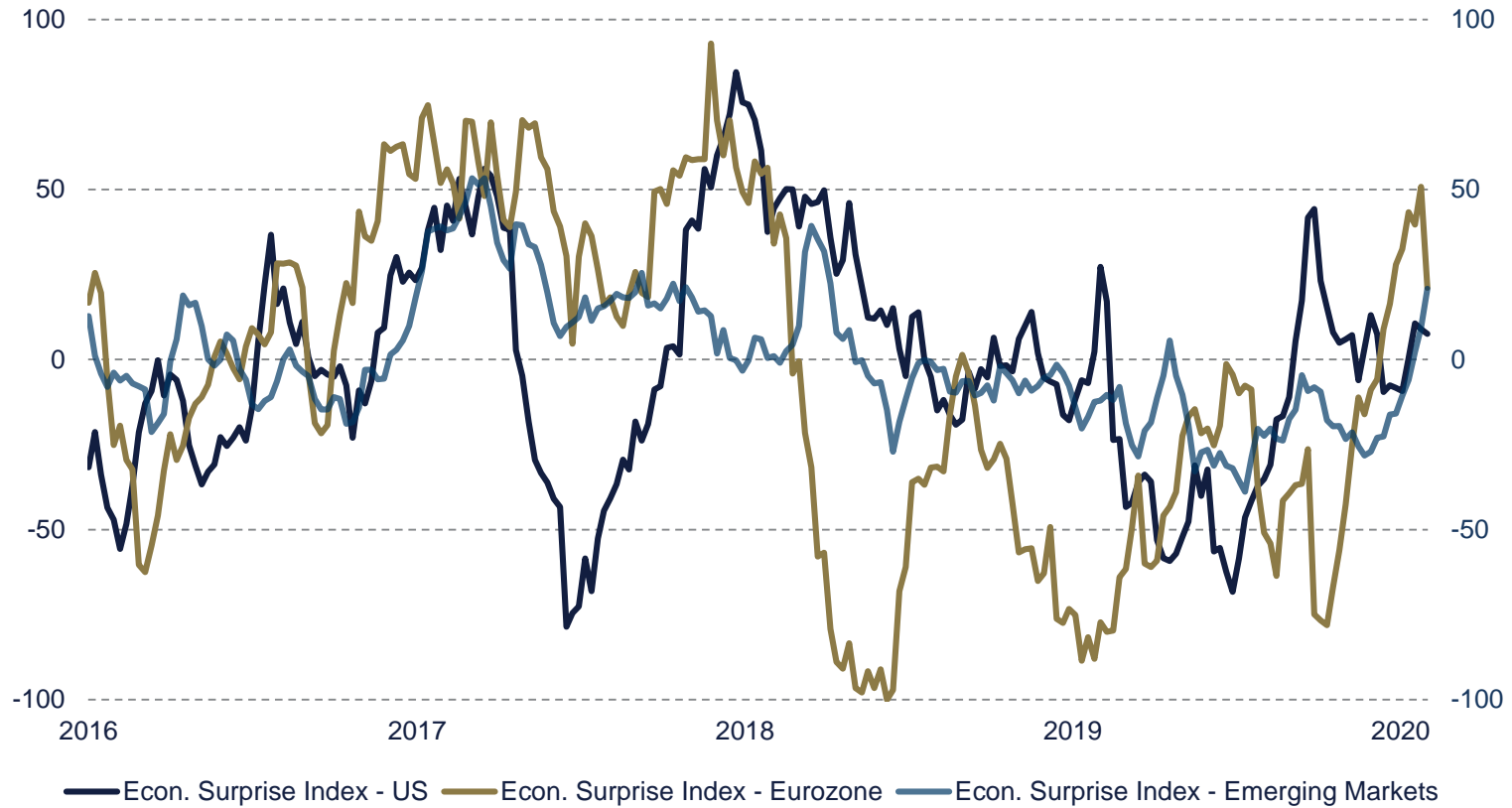
- Los mercados financieros han reaccionado de la manera habitual, con un **incremento de la aversión al riesgo**, que ha provocado caídas en los tipos de interés, un aumento de la volatilidad y ampliación de los diferenciales de crédito
- Sin embargo, **la corrección parece excesiva**, teniendo en cuenta que la probabilidad de que la nueva enfermedad pueda causar una recesión económica es baja y, como consecuencia, se ha revertido ya en parte

La economía global continúa mejorando



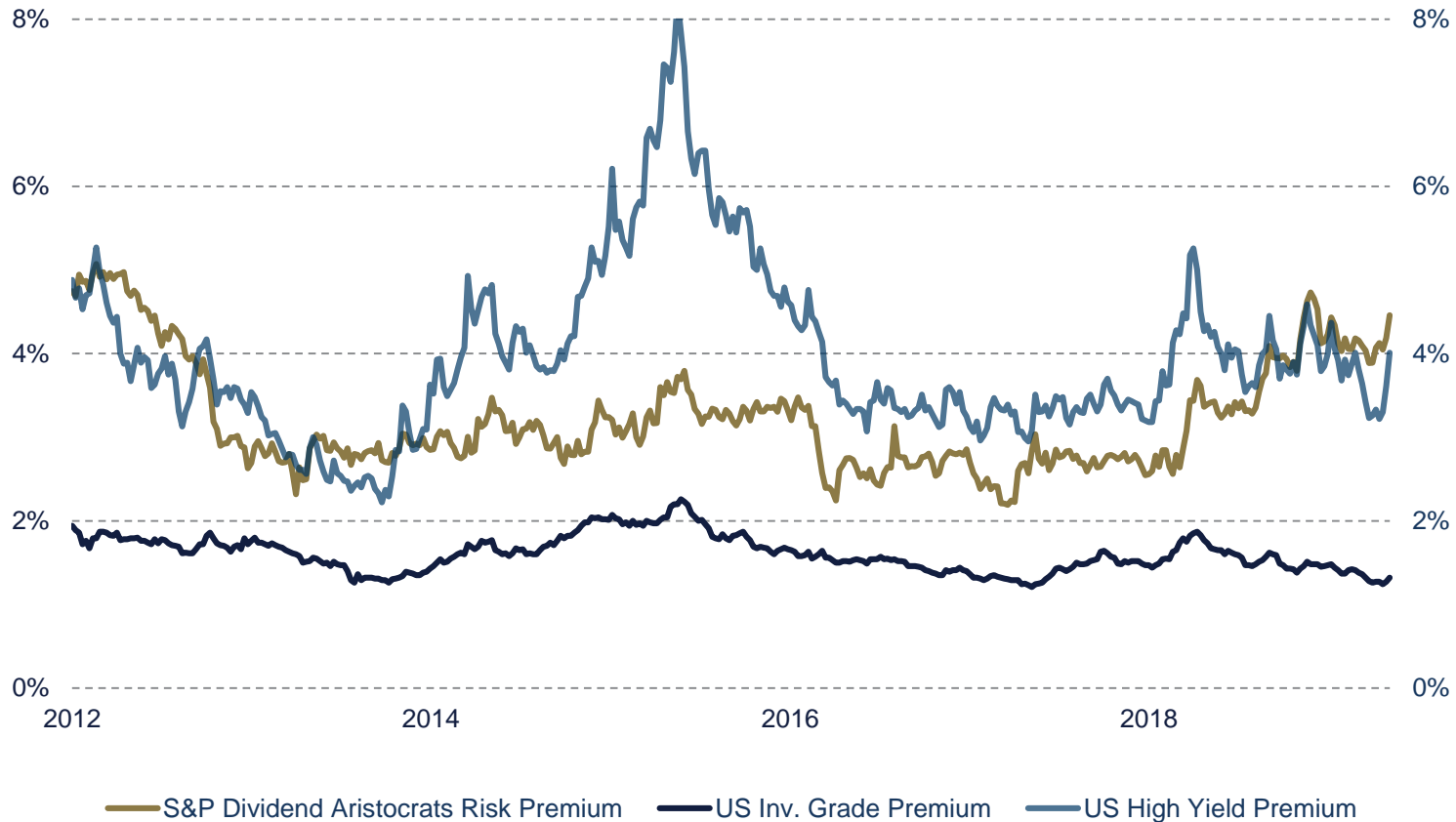
- **El brote del virus ha enmascarado la mejora en los datos macroeconómicos**, particularmente en el sector manufacturero, que continuó saliendo del pozo en enero
- Esto proporciona **evidencia confirmatoria de que la desaceleración se debió principalmente a la disputa comercial** y, una vez resuelta ésta última, todo apunta a una continuación de la recuperación

Recuperación sincronizada



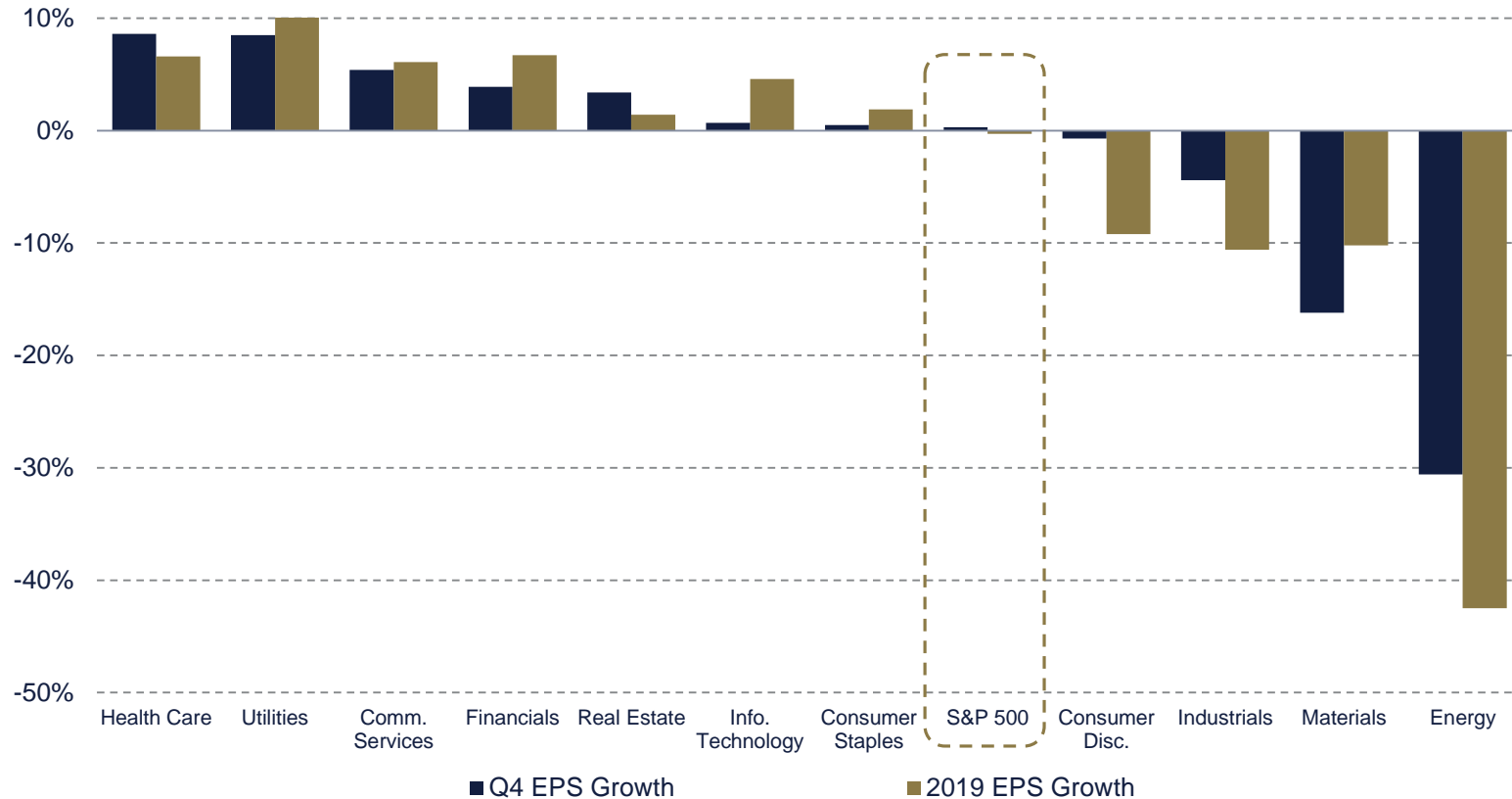
- **El repunte de la actividad** se ha sentido no solo en el sector de manufacturas, sino también en un **amplio rango de indicadores económicos**
- Además, las condiciones económicas han **mejorado de forma simultánea en los principales bloques económicos**, lo que no había sucedido desde 2017

La renta variable continúa siendo atractiva



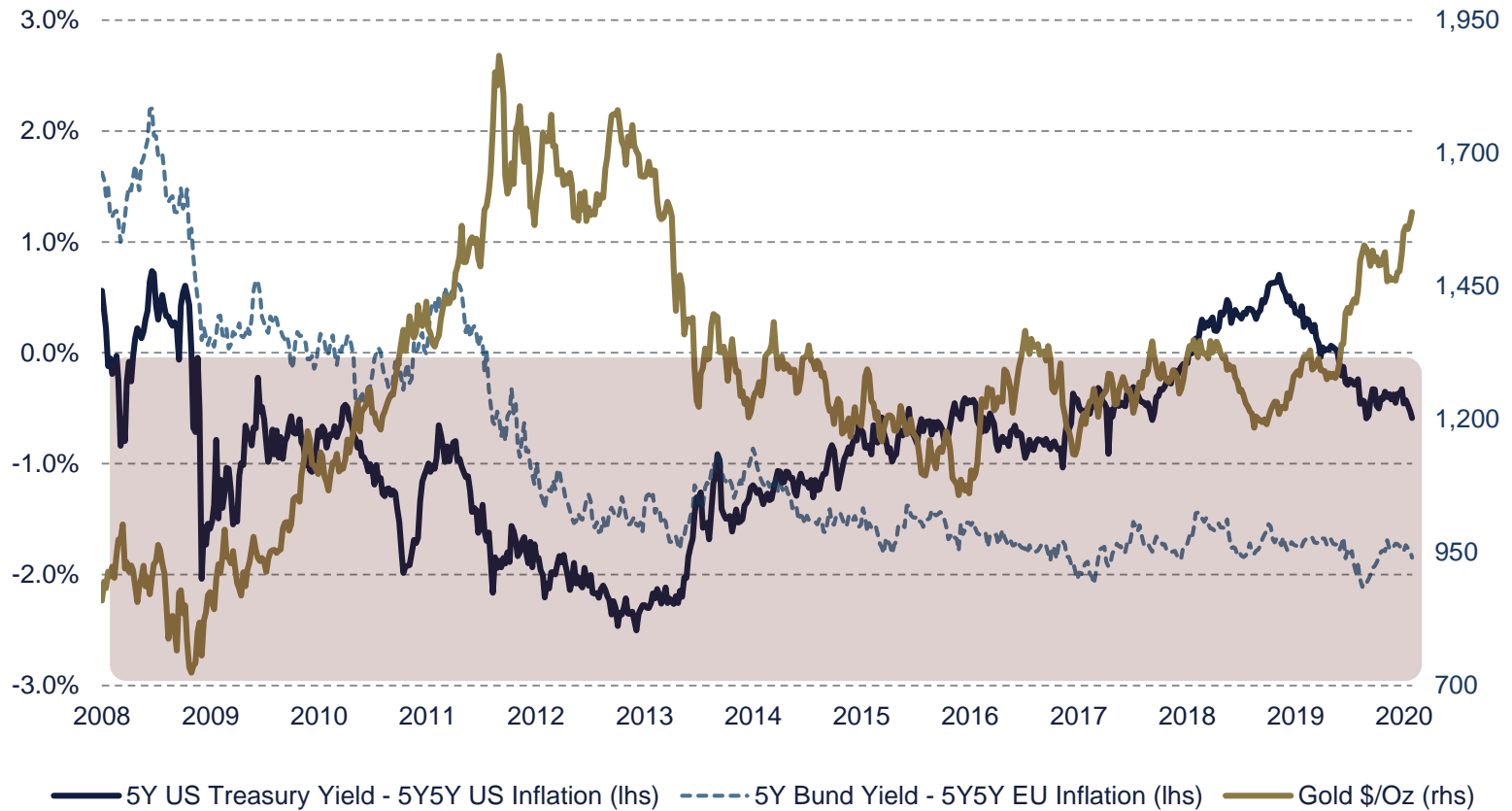
- La fuerte bajada en los tipos de interés a largo plazo, continúa apuntalando a los activos de riesgo
- La renta variable continúa ofreciendo una prima de riesgo muy atractiva, tanto en términos absolutos (frente a su media histórica), como en términos relativos (comparando con el crédito)

Fuerte dispersión sectorial



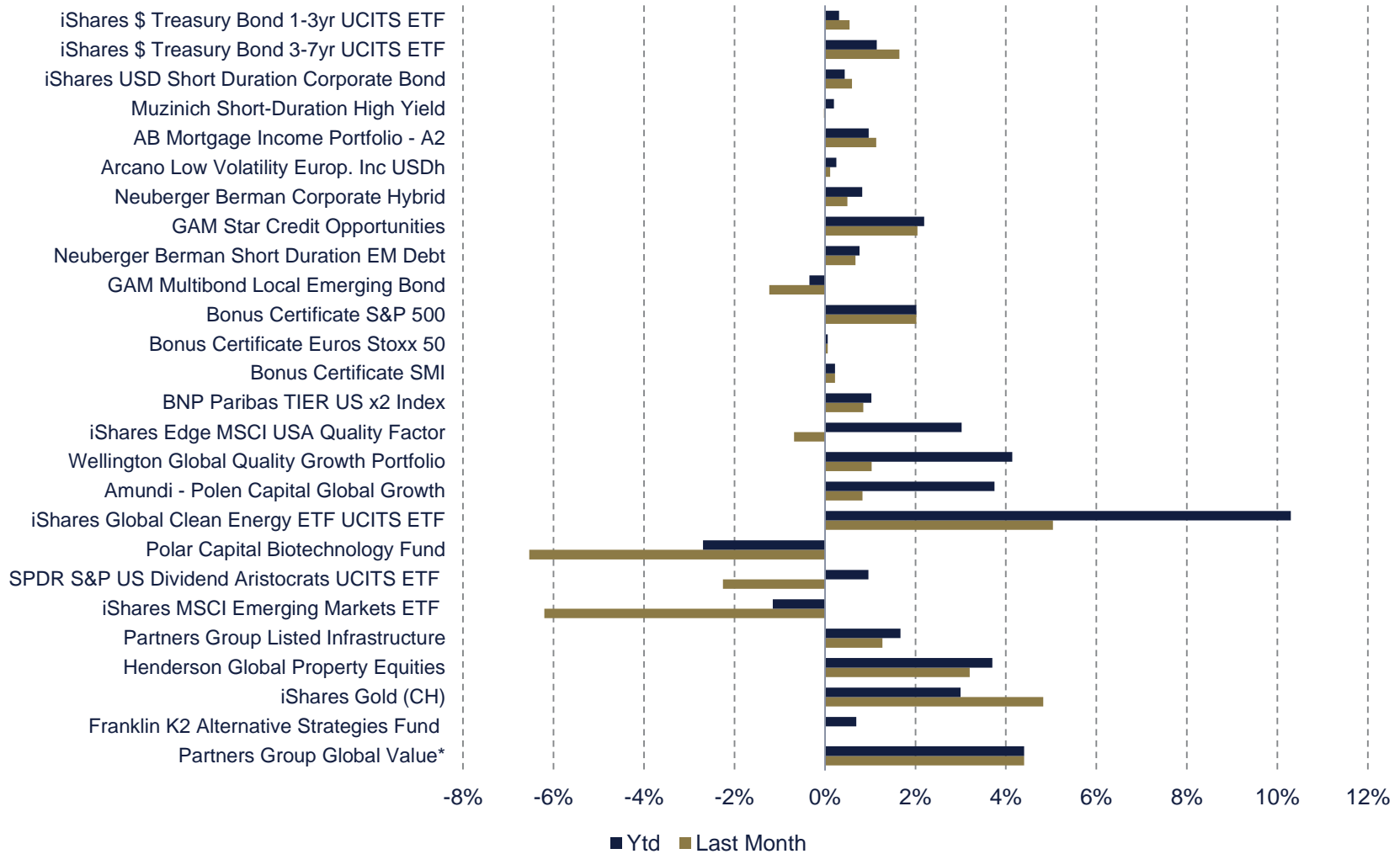
- En promedio, **los beneficios corporativos del último trimestre han superado las previsiones**, aunque por un margen menor en comparación con trimestres anteriores. En general, el **año cerrará con una ligera caída en los beneficios**, tras cuatro trimestres consecutivos de contracción
- Se puede observar una **dispersión cada vez mayor entre sectores**, con la "nueva economía" teniendo mucho mejor desempeño que la "vieja economía". Esperamos que esta tendencia continúe y, por lo tanto, **preferimos las acciones de "growth" frente a las de "value"**

Tipos de interés reales negativos



- **Los tipos de interés reales (ajustando por la inflación) se han tornado de nuevos negativos.** Esto refuerza el atractivo de los activos reales como oro, bienes raíces e infraestructura
- **En relación con el euro,** los fundamentales de dólar se han debilitado ligeramente, pero está aún **fuertemente respaldado por sus mayores rendimientos reales**

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 6 de febrero de 2020
 * 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	35% (-5%)	45% (+5%)	20%

Catalizadores a corto plazo

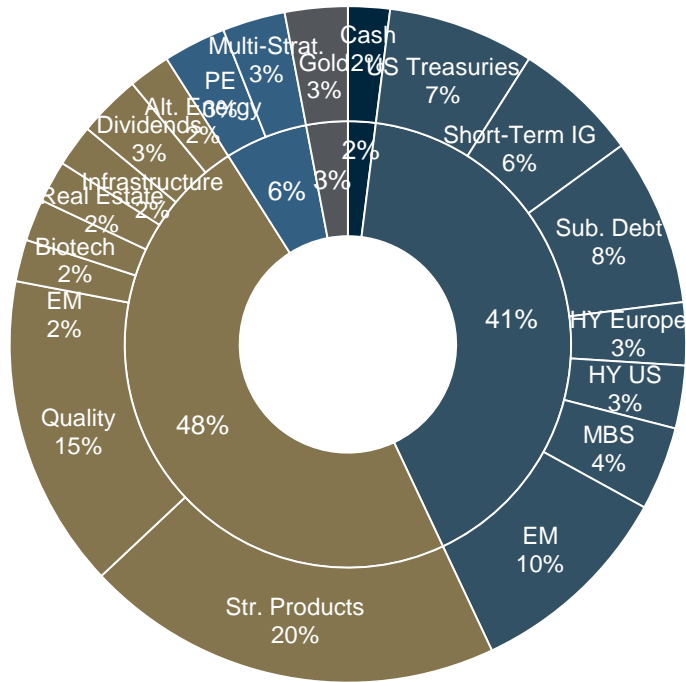
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

Conflicto con Irán, guerra comercial, implementación del Brexit, proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo, Hong Kong

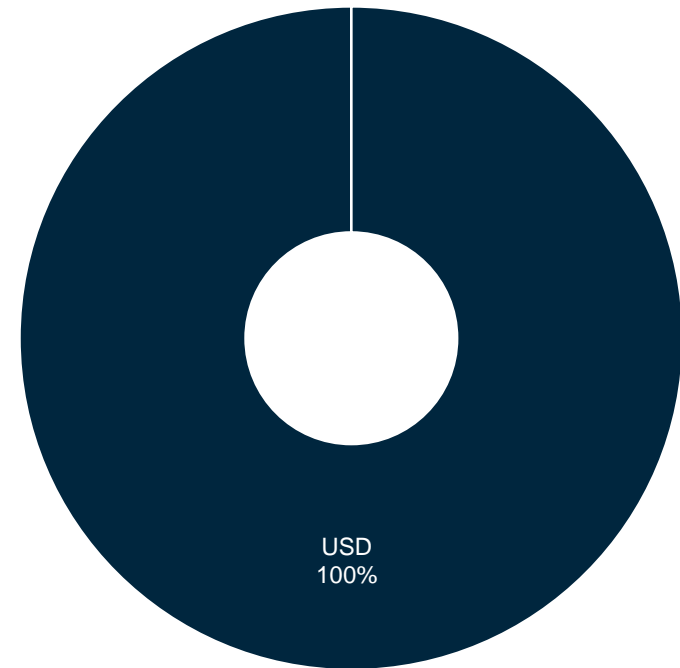
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



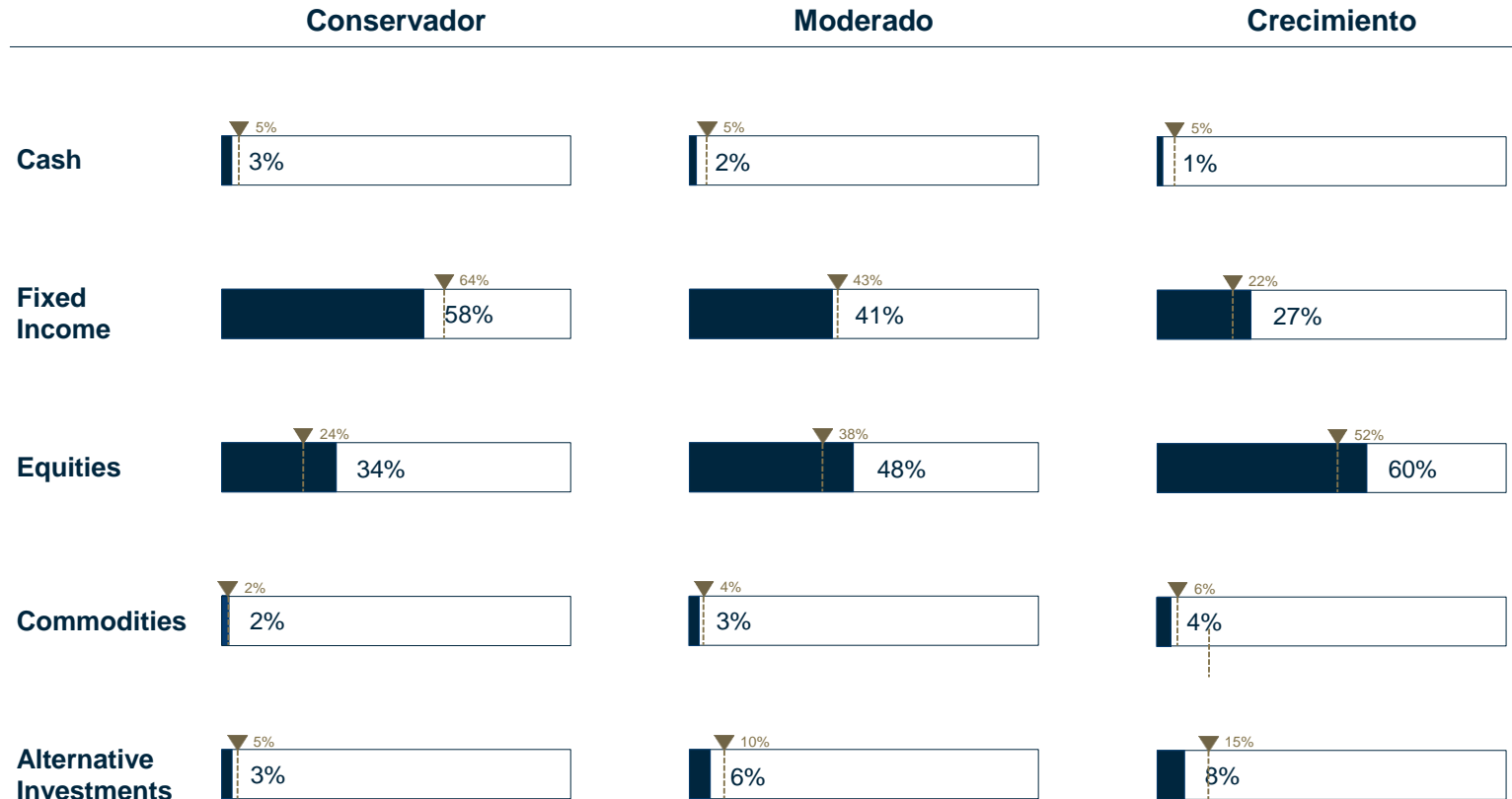
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



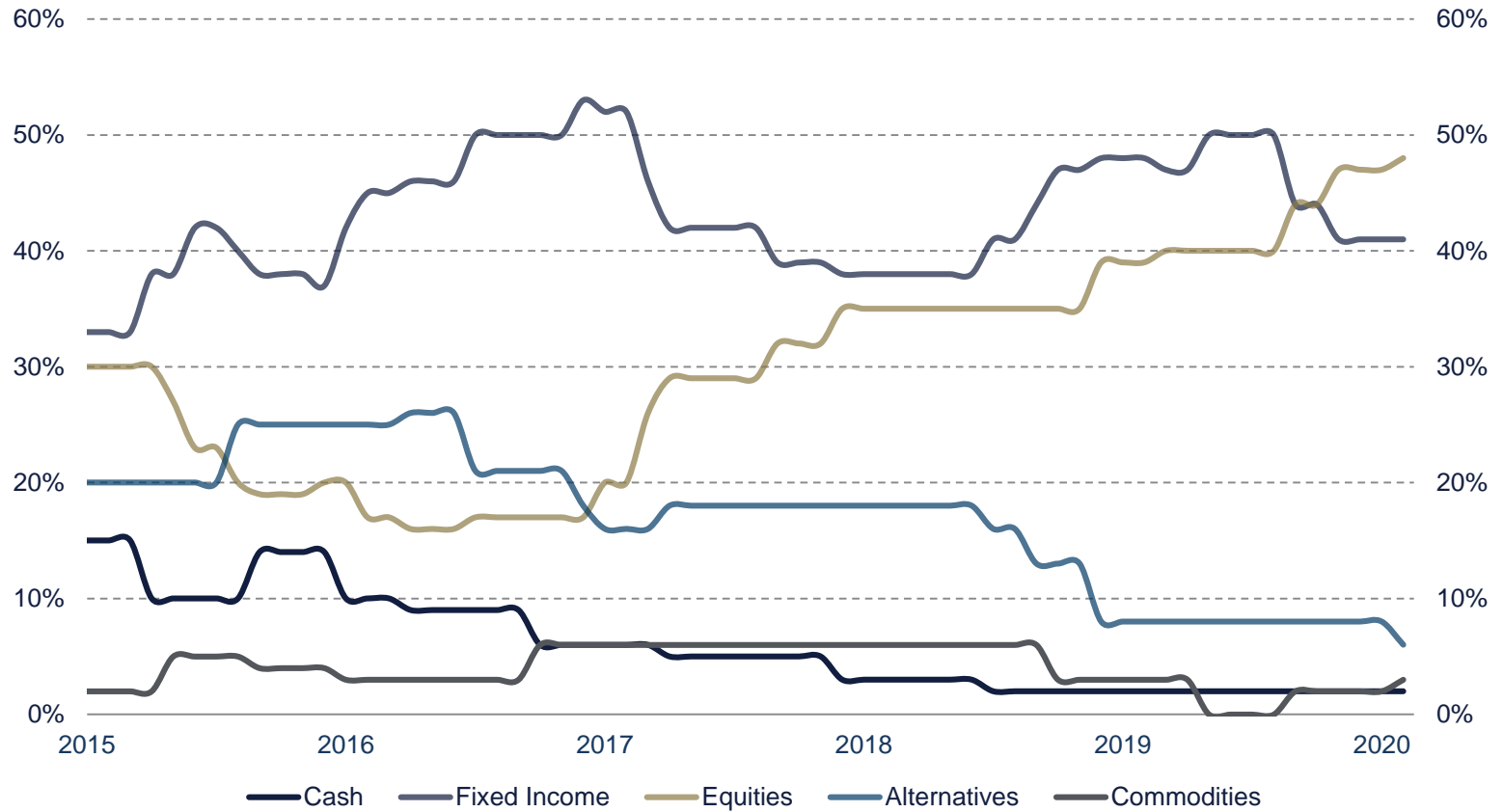
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

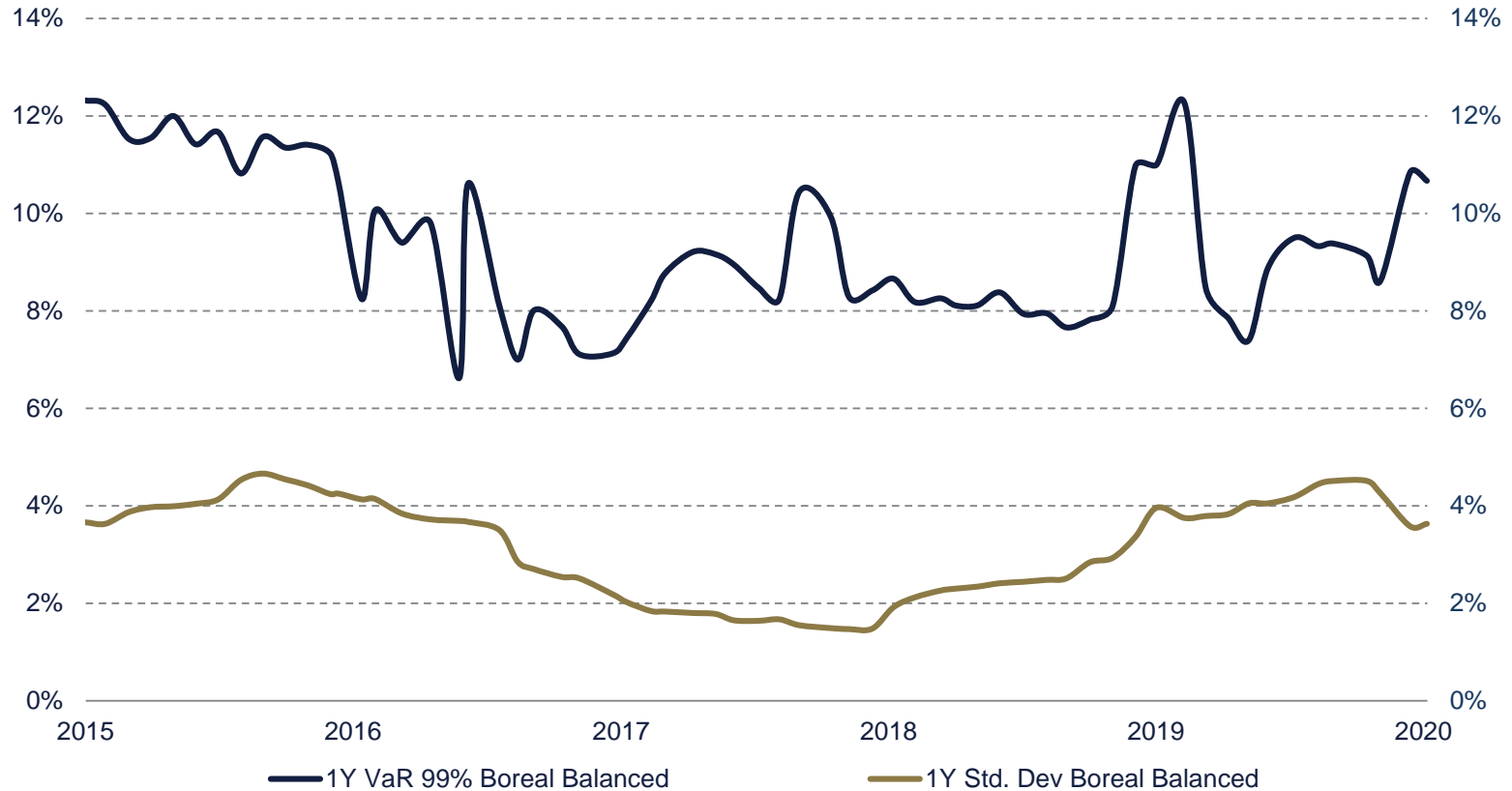


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

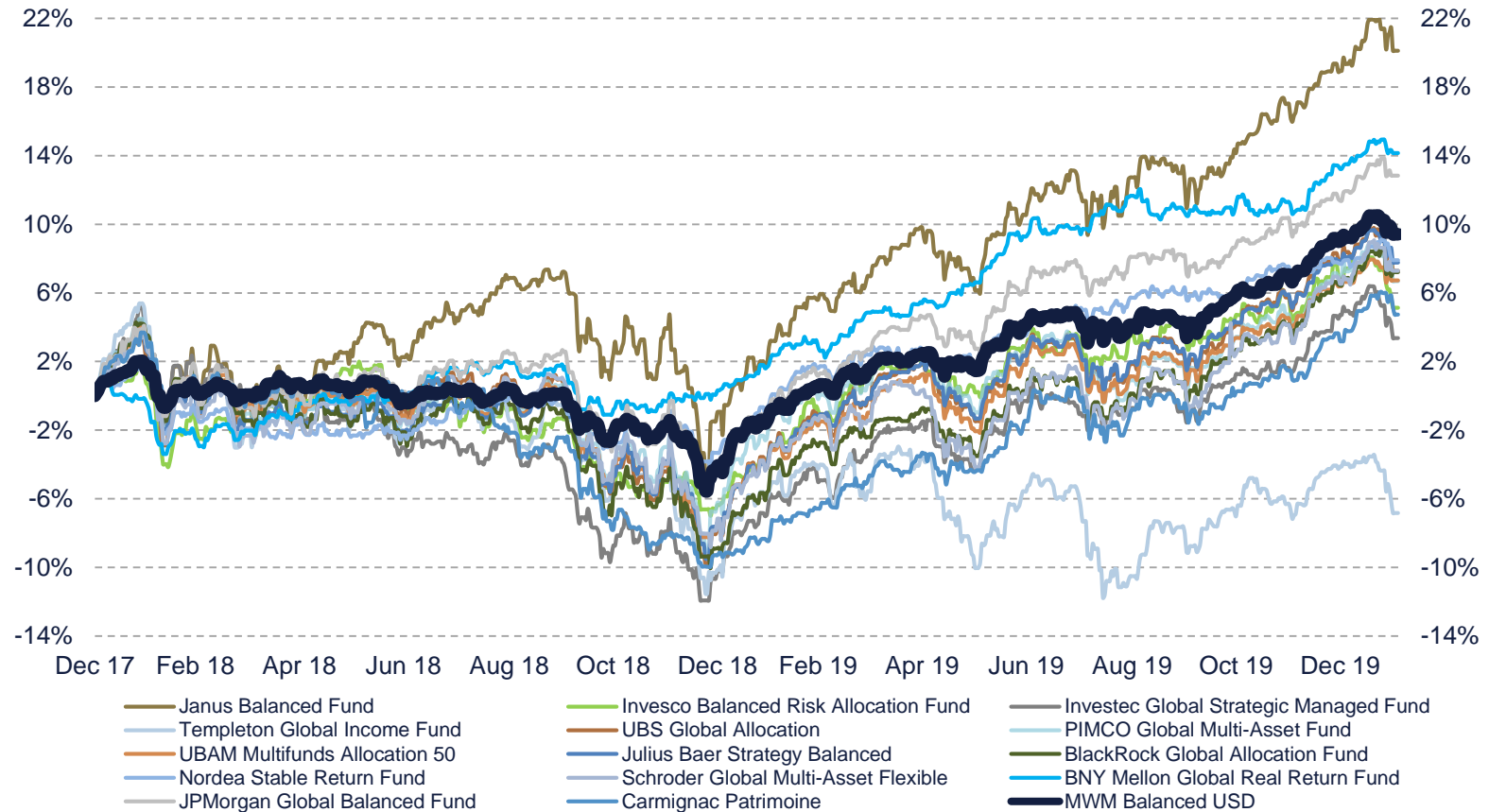


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 6 de febrero de 2020
Fuente: Bloomberg

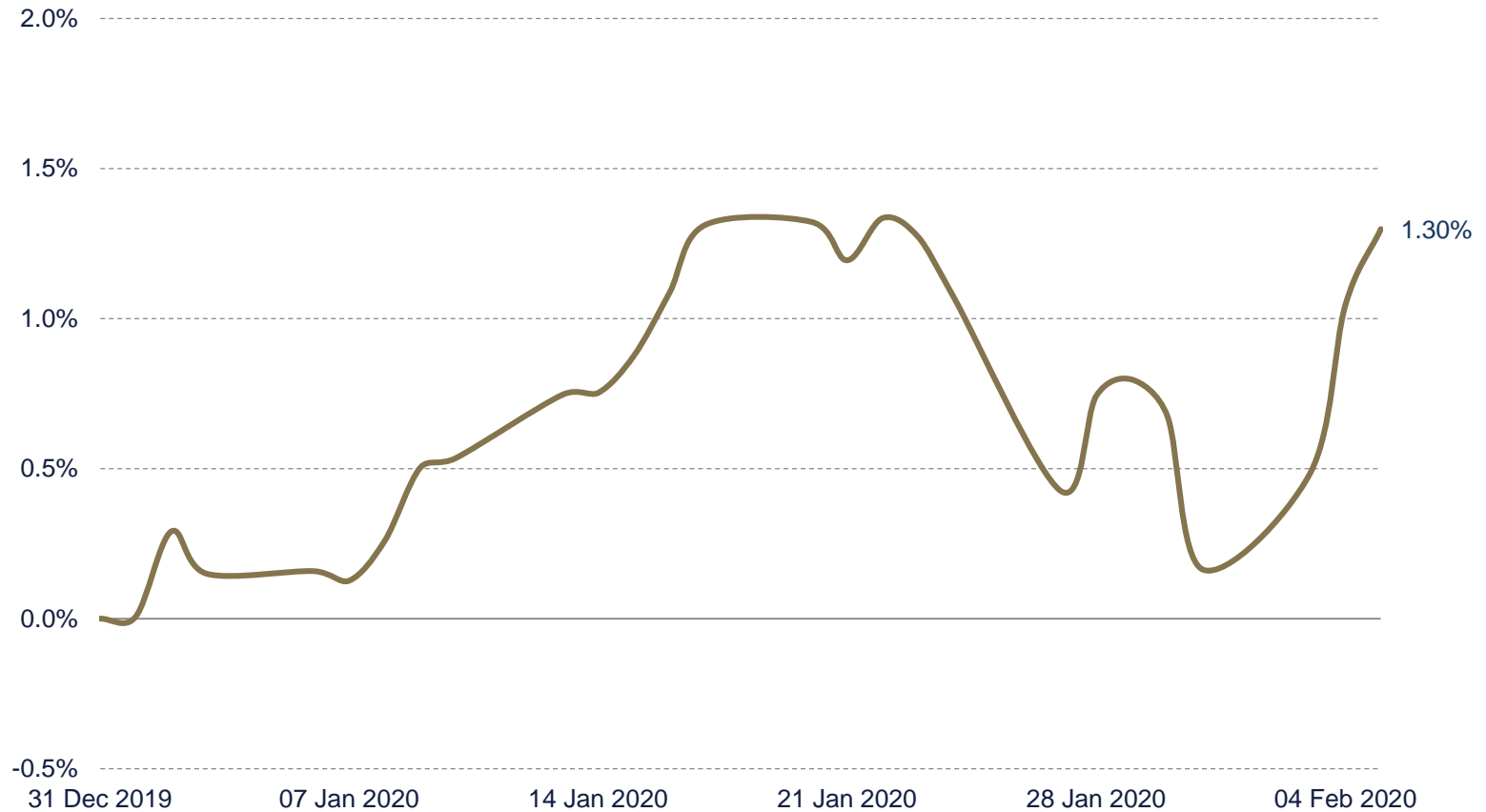
Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **8º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **3º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3º de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **4º de 15**

¹ A 1 de febrero de 2020
Fuente: Bloomberg

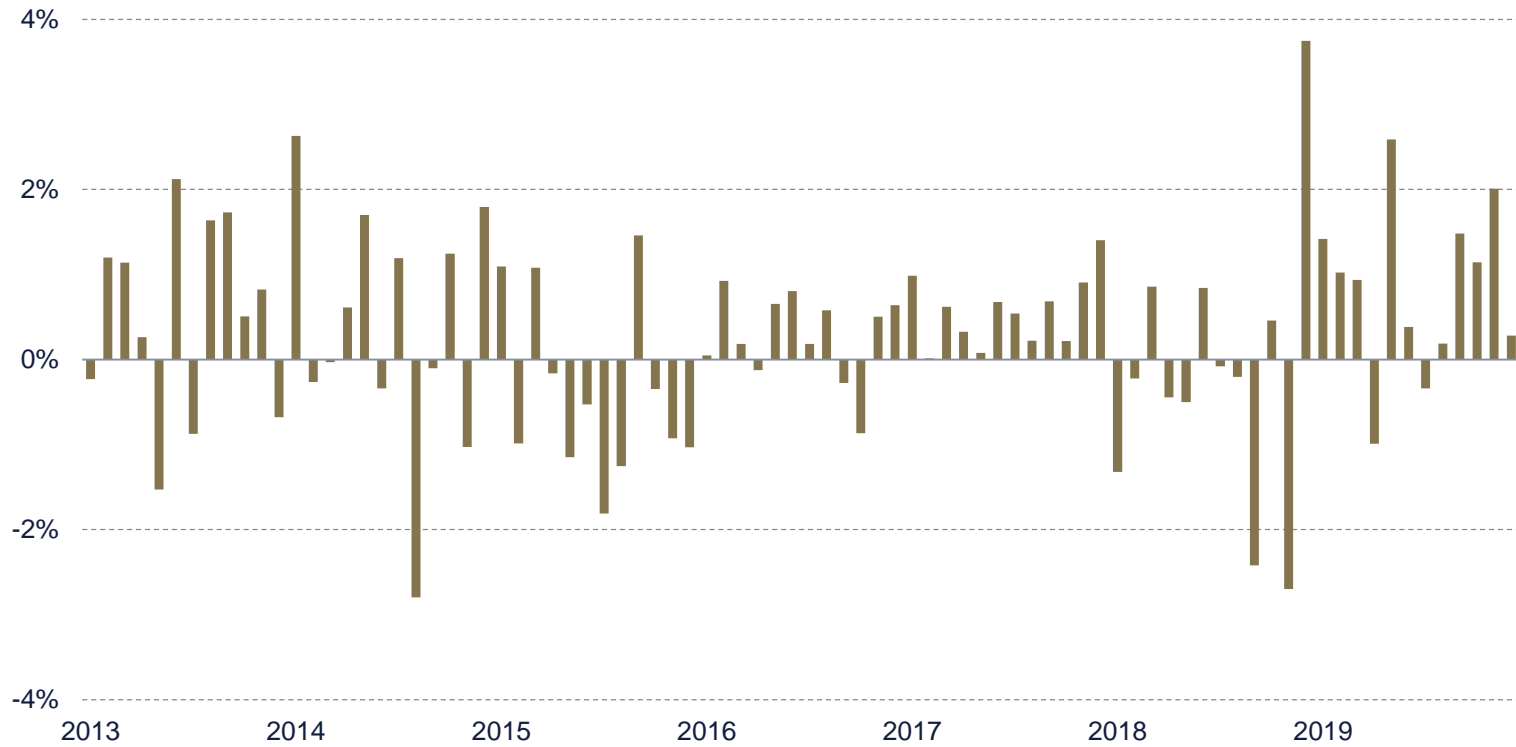
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **1.30%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **4.09%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **3.18%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **3.03**

¹ A 6 de febrero de 2020

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 11.18%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 16.55%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): 31.23%**

¹ A 6 de febrero de 2020

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (2)



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Return	9.58%	2.05%	-1.80%	1.57%	6.06%	-4.62%	14.67%	1.30%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	4.09%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	3.03

Annual Return: 3.60%
Annual Std. Dev: 3.33%

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.