

Política de inversión

Enero 2020

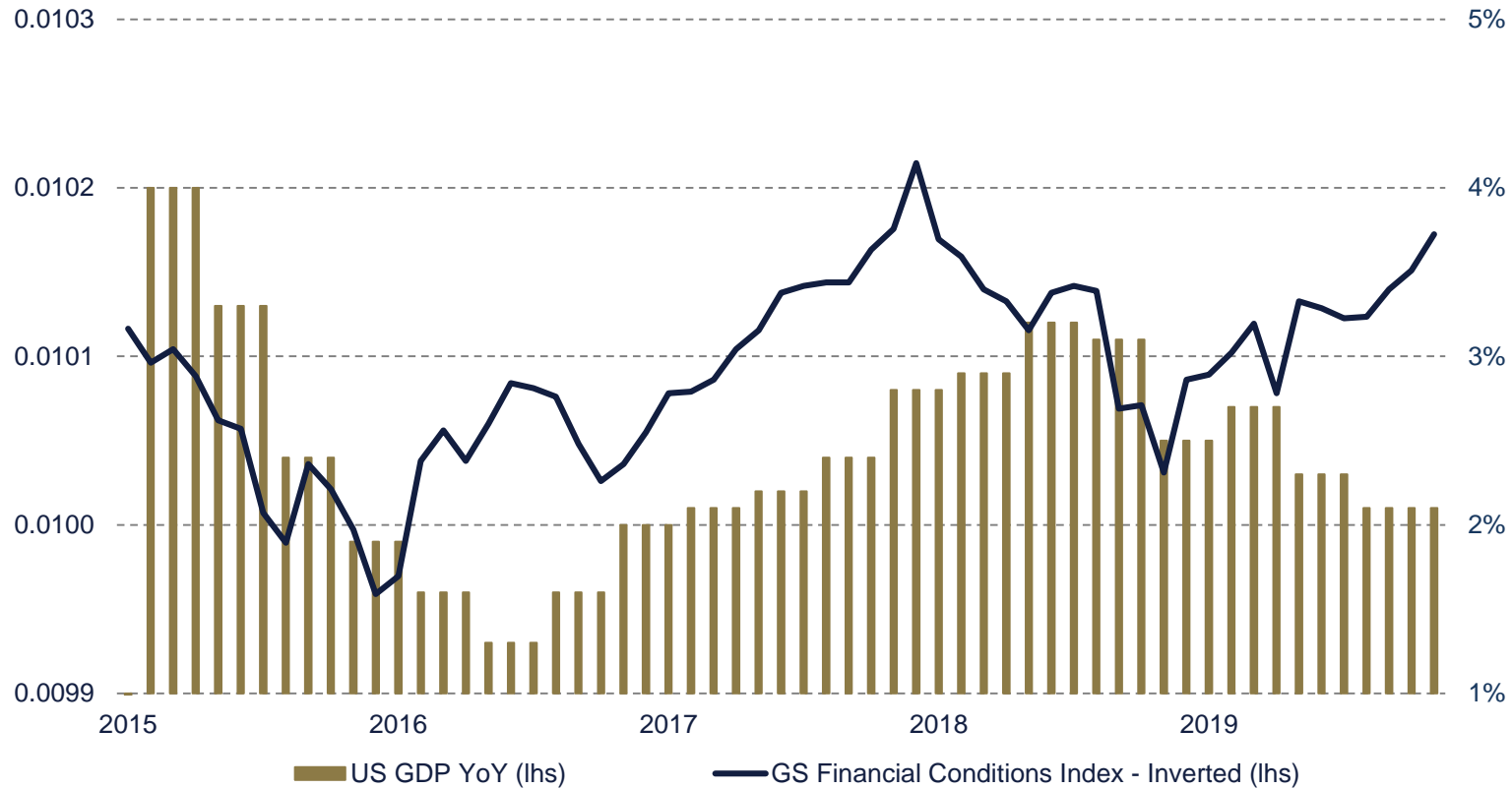
Resumen de mercados – Enero 2020

- Al comenzar el nuevo año, hay dos factores que respaldan a los mercados financieros, y que nos brindan la confianza para permanecer totalmente invertidos:
 - **La política monetaria seguirá siendo muy acomodaticia.** La Fed ha demostrado que reaccionará ante cualquier desaceleración, y anunciado que será paciente en caso de que la inflación se acelere (lo cual no esperamos). Además, el resultado de la revisión de las herramientas de política monetaria de la Fed se anunciará este año y probablemente incluirá un "objetivo de inflación flexible"
 - **La tregua en la guerra comercial entre Estados Unidos y China** debería reducir la incertidumbre generada en los últimos dos años, y con ello ayudar a que la industria manufacturera salga de la recesión. La guerra no terminará por completo, ya que pronto comenzarán las discusiones sobre la Fase 2 del acuerdo; igualmente la disputa puede que se extienda a otras regiones (e.g. Europa)
- Esto no impide que este año pueda acabar siendo difícil para los inversores. Las valoraciones siguen siendo elevadas, particularmente en renta fija, y hay una serie de **obstáculos que deben superarse** para, en el mejor de los casos, lograr **un año de rendimientos promedios**:
 - La proximidad de las **elecciones presidenciales en los EE.UU.** conllevará un aumento en la volatilidad, dado que el país permanece polarizado y el resultado final está lejos de ser seguro. La volatilidad puede exacerbarse si un candidato que no sea bien percibido por el mercado consiguiese la nominación demócrata
 - En cuanto a los fundamentales, **las compañías tendrán que demostrar que pueden crecer sus beneficios**, ya que a pesar de que los altos múltiplos se justifican por los bajos tipos de interés, también hacen que las acciones sean más vulnerables a cualquier decepción en los resultados
- Teniendo en cuenta que a pesar de que **esperamos que la economía mundial se recupere**, las valoraciones son altas y los catalizadores del mercado alcista (crecimiento de márgenes, ingeniería financiera y expansión de múltiplos) se están agotando, recomendamos **seguir añadiendo coberturas de bajo coste a la carteras**

Política de inversión

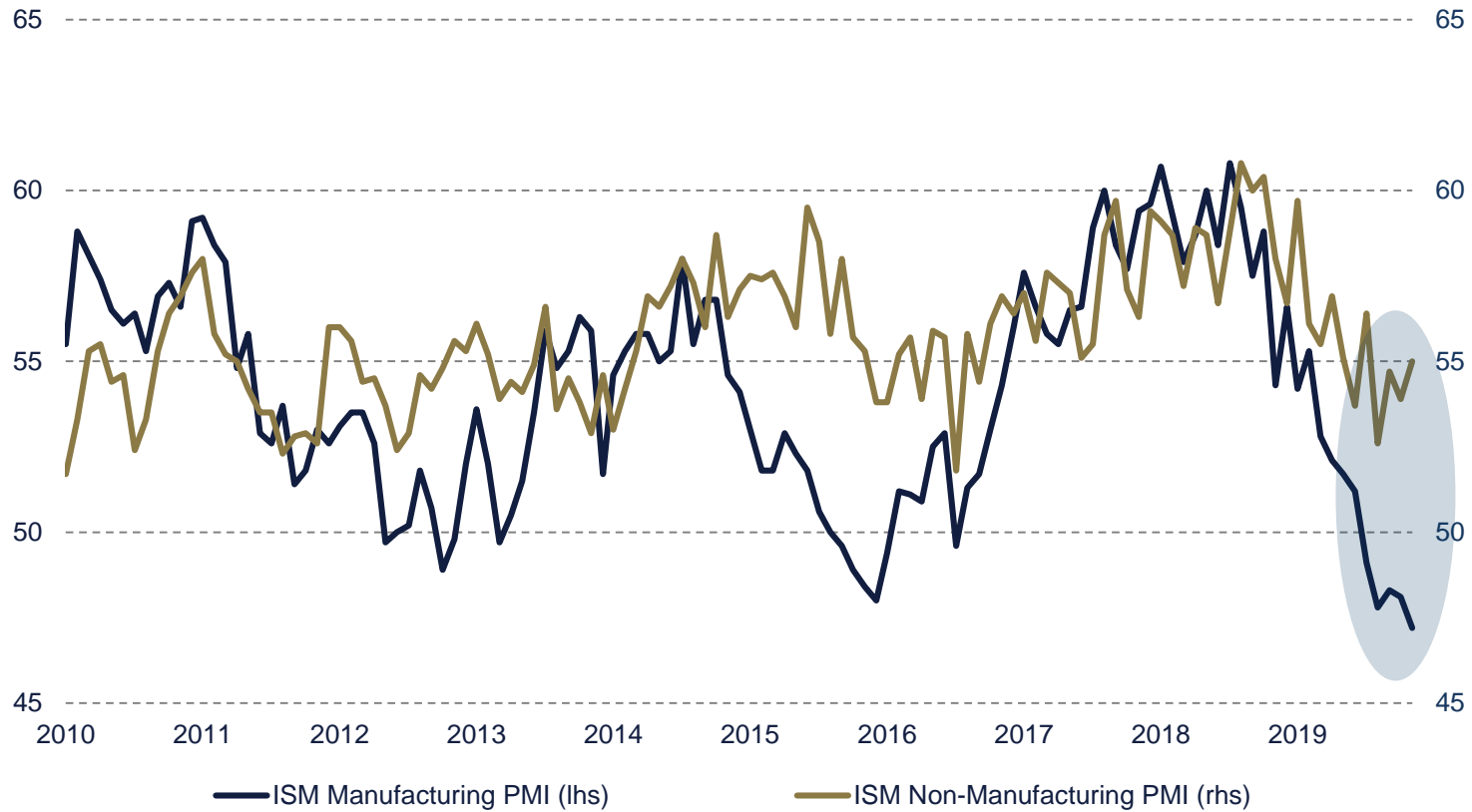
| | Clase de activo | Posicionamiento | Justificación |
|---------------------------------|---------------------|-----------------|---|
| Renta Fija | Tesoros US | = | Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en 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 |

Una repetición del 2017?



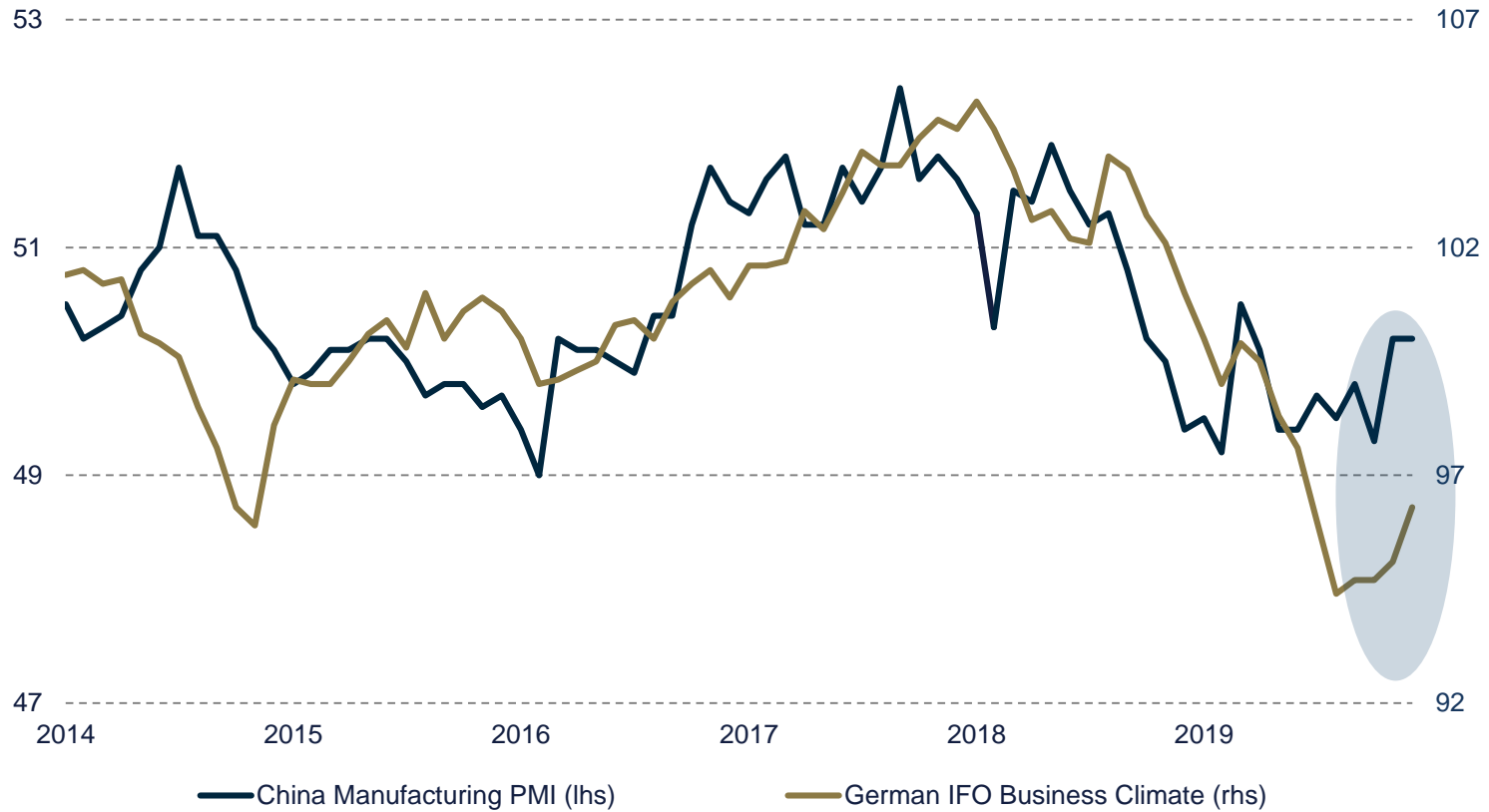
- **Las condiciones financieras siguen siendo muy favorables.** La Fed no solo ha revertido el rumbo, sino que también ha indicado que seguirá siendo muy paciente antes de subir los tipos de nuevo
- Hasta ahora, la mejora en las condiciones financieras se ha dejado sentir principalmente en el desempeño de los activos financieros. Sin embargo, **esperamos que la actividad económica real se recupere pronto, como sucedió en 2017**

Será la tregua en la guerra comercial el nuevo impulso?



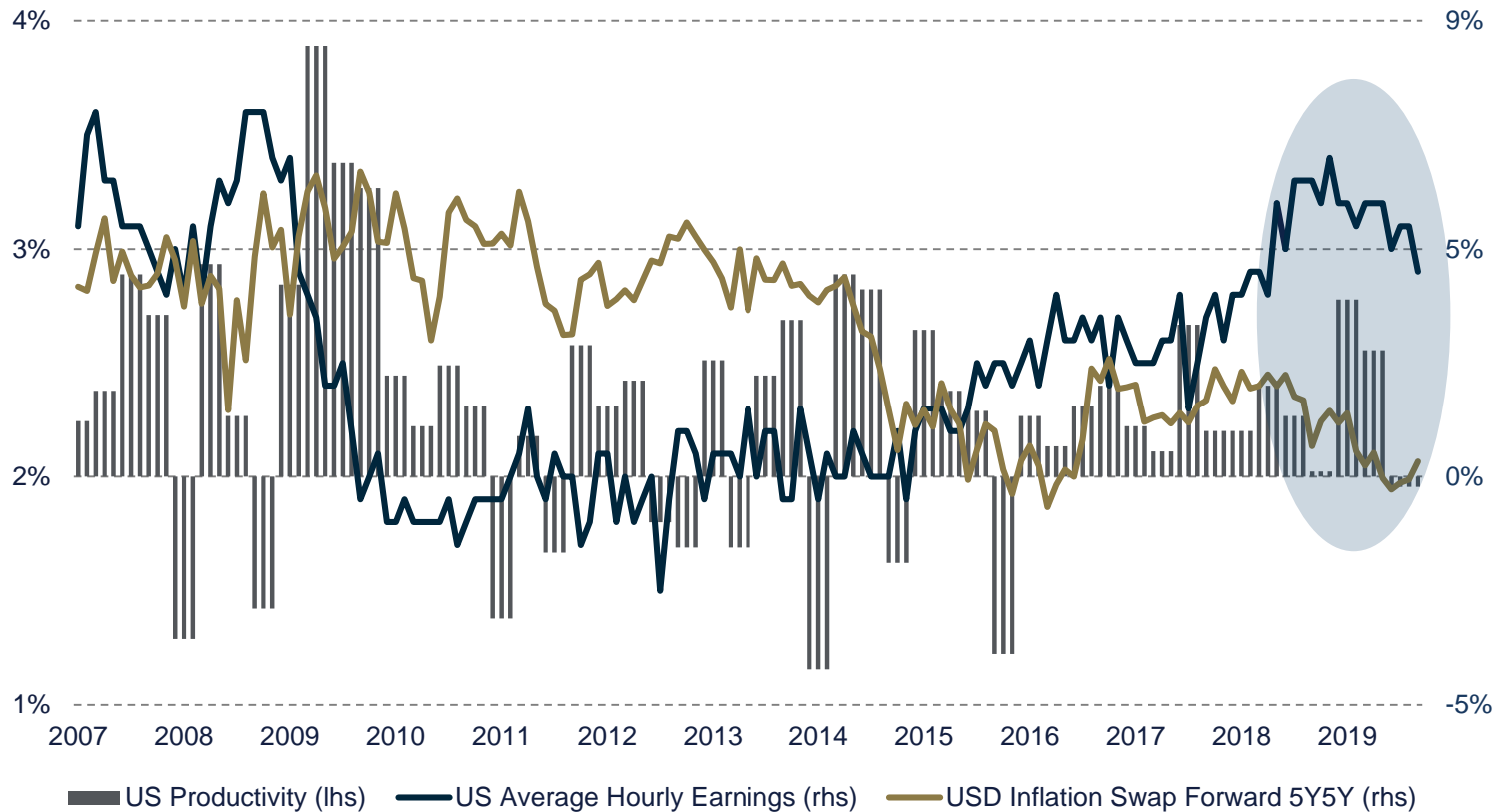
- Si en 2017 fue el impulso de inversión por parte de China, en 2020 esperamos que sea la tregua en la guerra comercial quien ponga fin a la recesión en la industria manufacturera
- Sin embargo, el sector manufacturero en los EE.UU. todavía no muestra ningún síntoma de recuperación, aunque el sector de servicios parece ya haber tocado fondo

Signos de recuperación en el exterior



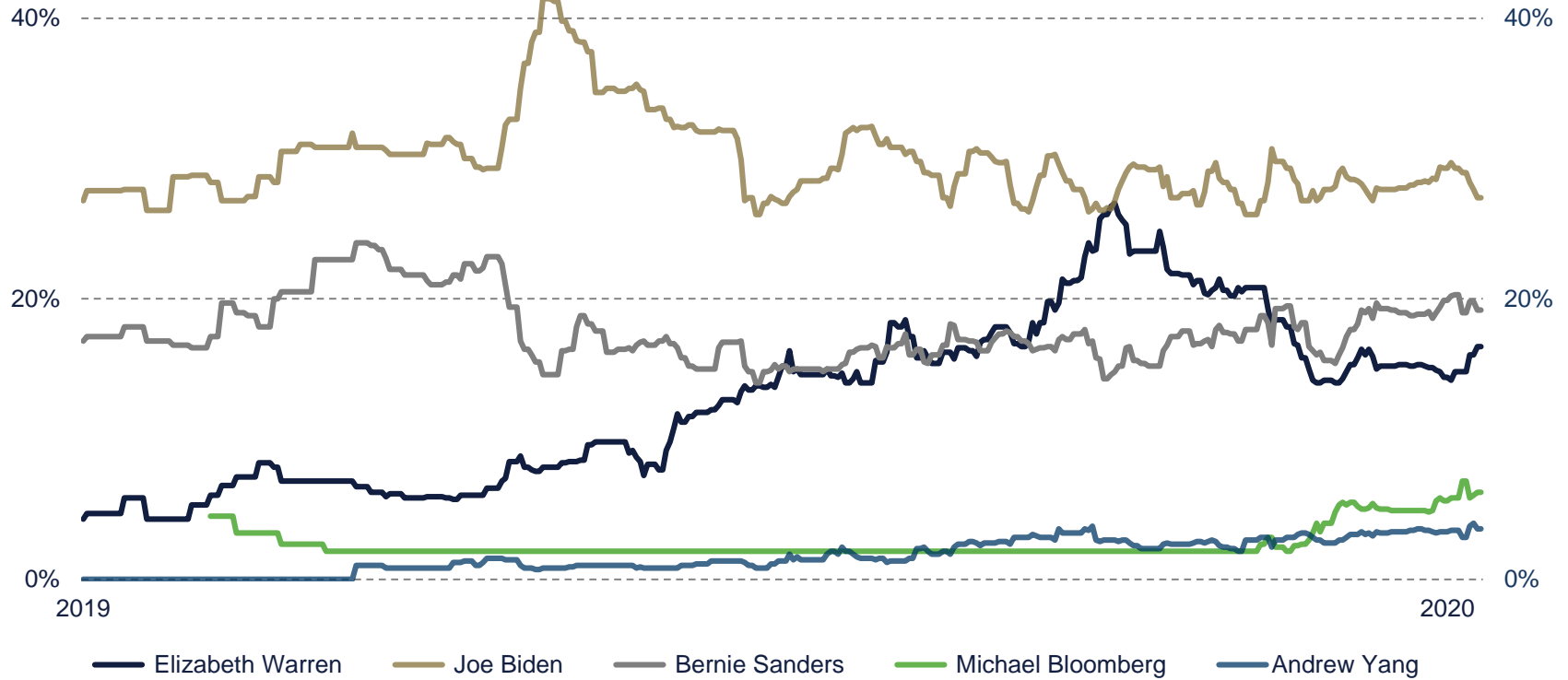
- Al contrario de lo que ocurre en los Estados Unidos, sí que vemos algunas **señales tempranas de una mejora en las manufacturas, tanto en Europa como en los mercados emergentes**

La inflación permanece contenida



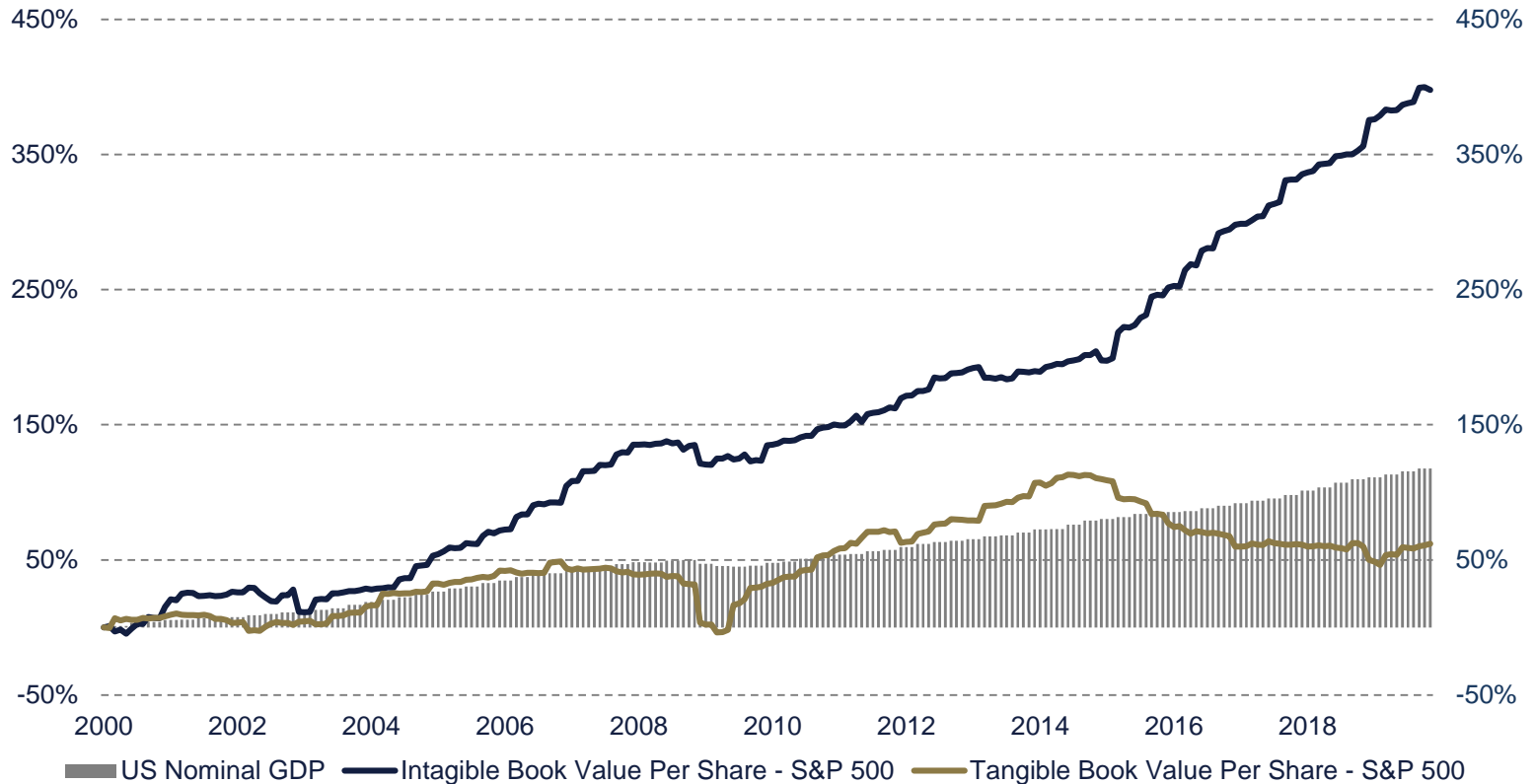
- A pesar de que la Fed ha indicado que permitirá que la inflación aumente antes de subir tipos, **una recuperación sostenida de la inflación es uno de los mayores riesgos para los mercados financieros**, especialmente para la renta fija
- Sin embargo, **esperamos que la inflación se mantenga baja**, lastrada por tendencias seculares. De hecho, consideramos que los datos oficiales de inflación sobreestiman sistemáticamente la inflación real, y subestiman la productividad

Cubrir, o no cubrir?



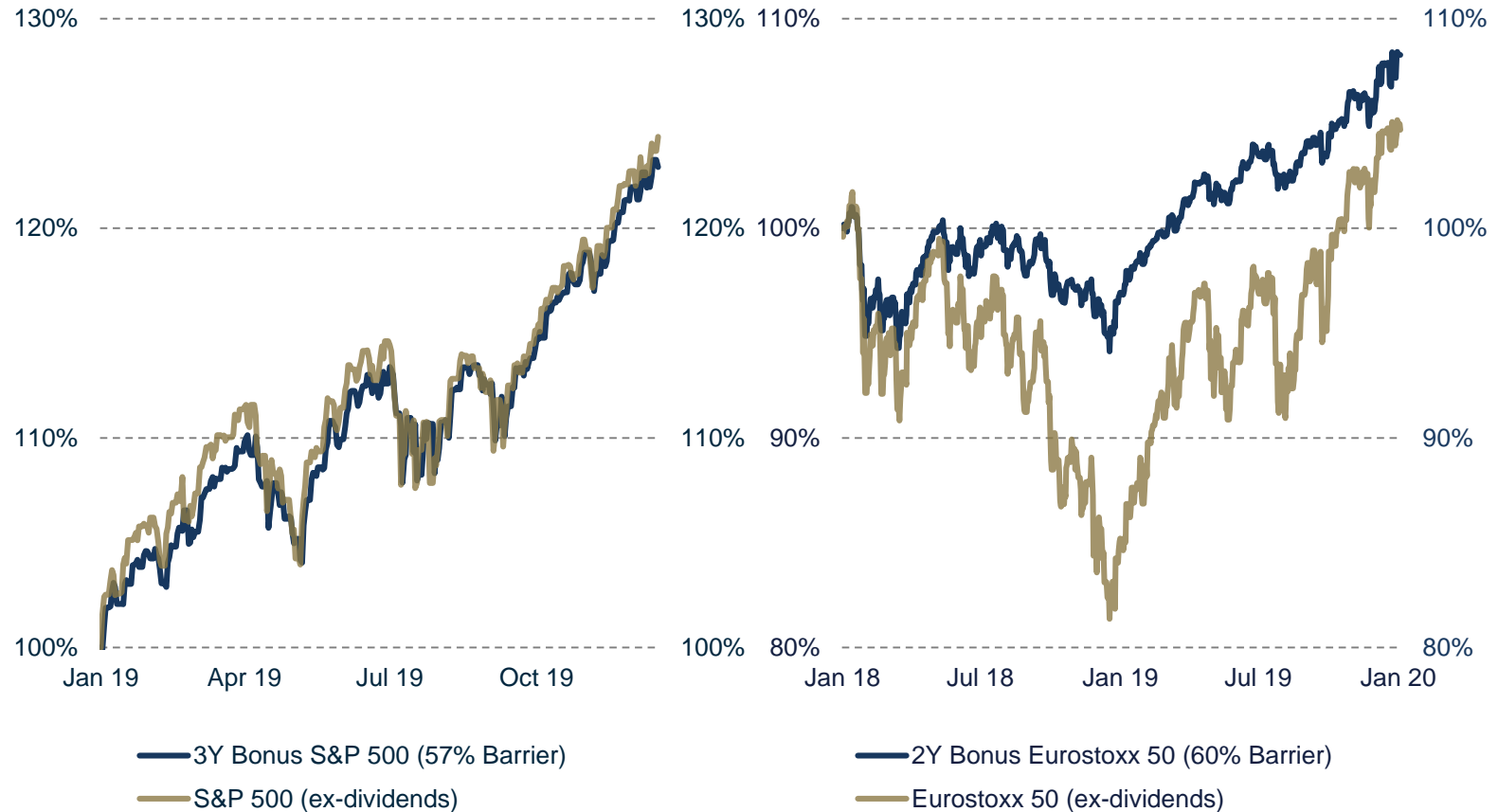
- La **proximidad de las elecciones presidenciales en los EE.UU.** conllevará un aumento en la volatilidad, dado que el país permanece polarizado y el resultado final está lejos de ser seguro
- La volatilidad puede exacerbarse si un candidato que no sea bien percibido por el mercado consiguiese la nominación demócrata

Seguimos apostando por acciones de calidad-crecimiento



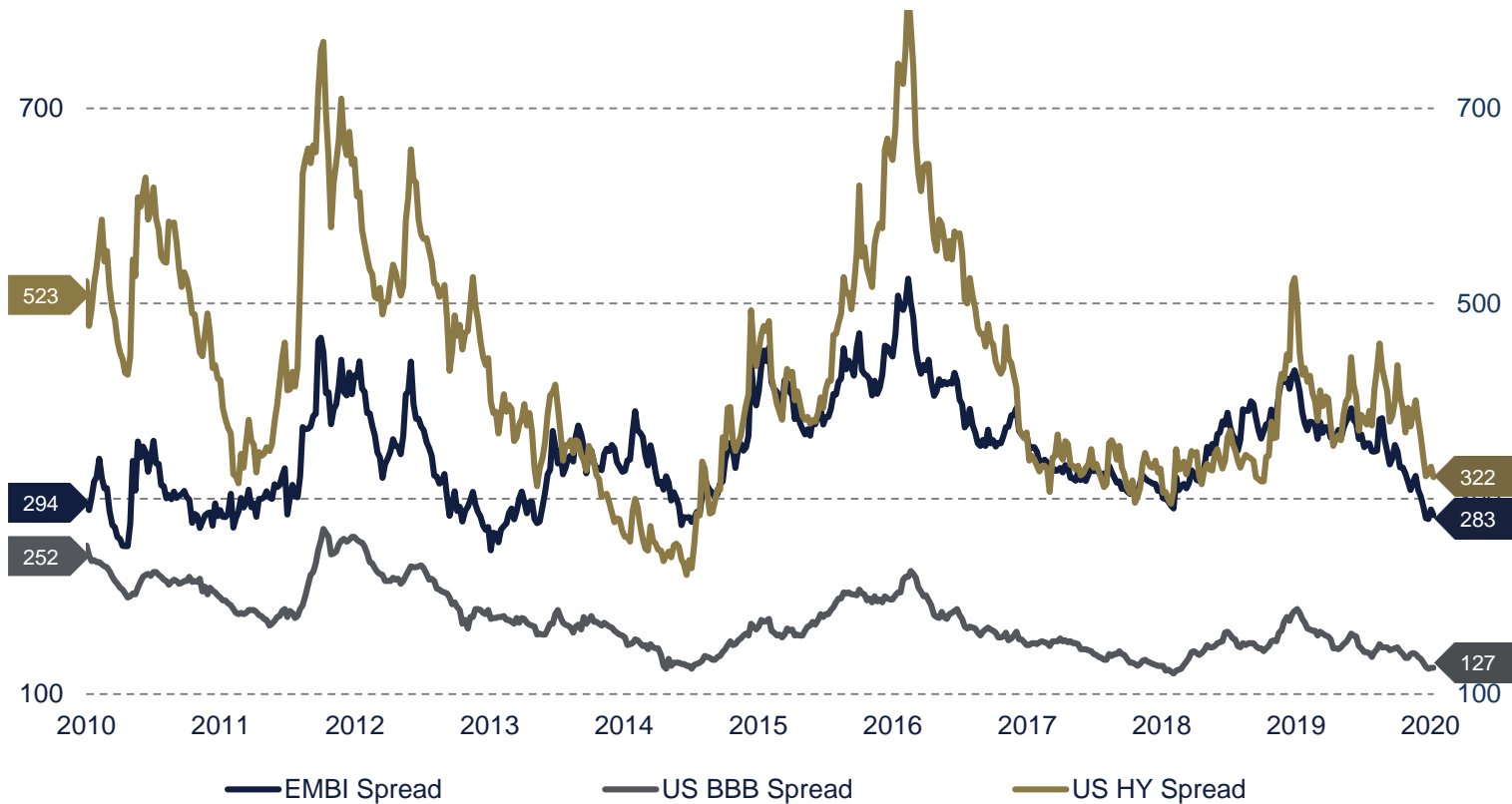
- En las últimas décadas hemos experimentado una **profunda transformación económica**. En los años 80 ésta fue impulsada por la **desregulación y la globalización del capital**, en los años 90 por mejoras tecnológicas y en la primera década de este siglo, por la **globalización de las cadenas de valor**
- Durante la última década, hemos sido testigos de una **transformación diferente, liderada por la digitalización**, que está causando el efecto de "**el ganador se lo lleva todo**". Aunque existe la posibilidad de que las políticas antimonopolio limiten la medida en que algunas empresas pueden crecer, creemos que la tendencia continuará durante la nueva década

Sobre-ponderamos renta variable, pero con paracaídas



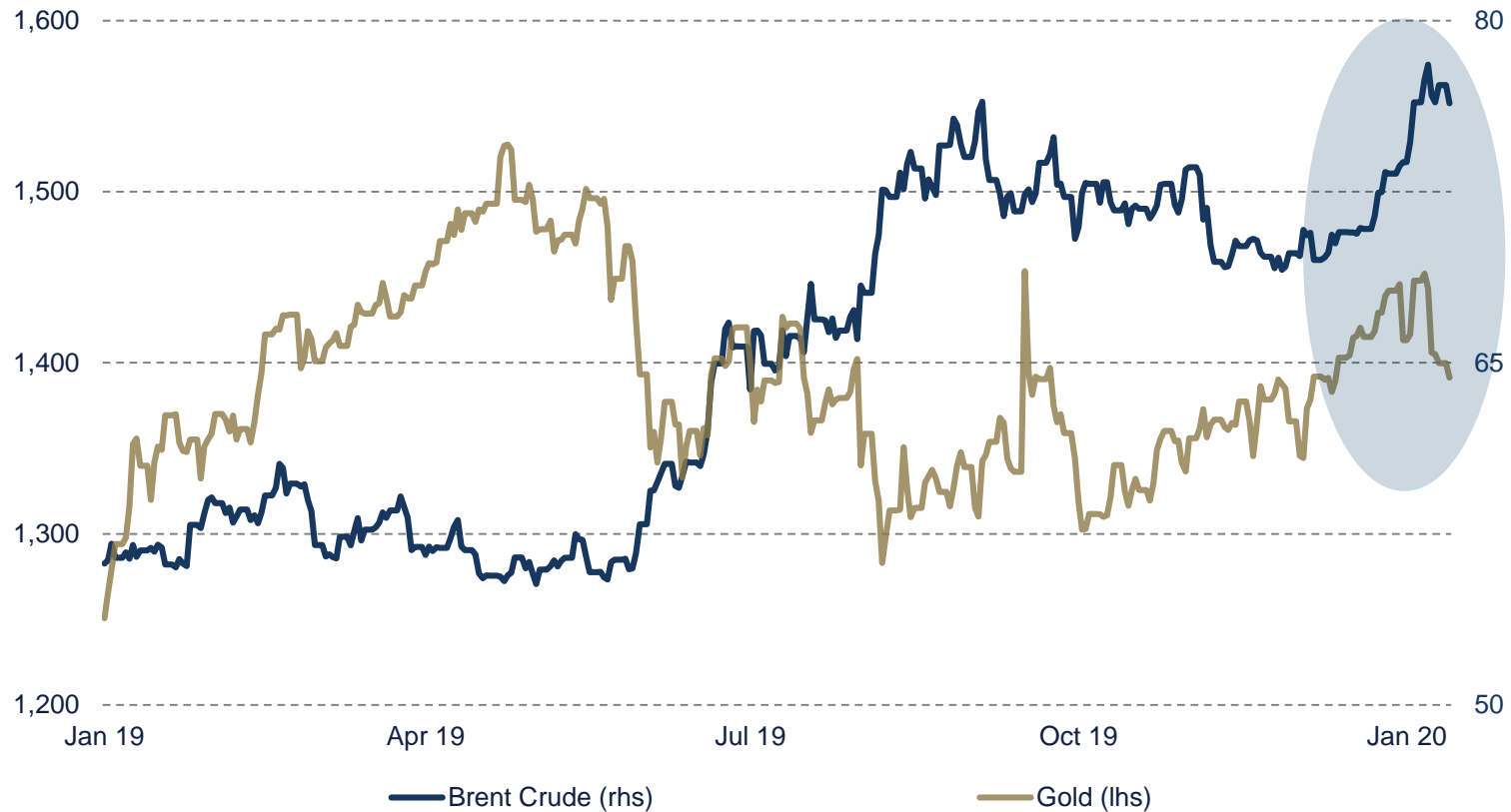
- A pesar de nuestra convicción de que **la renta variable es la clase de activos que ofrece mejores perspectivas**, reconocemos que este ciclo económico se encuentra en sus últimas etapas una vez que los estímulos monetarios y fiscales se han sido en gran medida agotados. Por lo tanto, **recomendamos comprar alguna protección en forma de compra de opciones puts a largo plazo**, las cuales actualmente resultan muy baratas
- Los **“Bonus Certificates”** pierden ligeramente frente a sus subyacentes en un escenario alcista, pero pueden mitigar drásticamente el riesgo a la baja en el caso de una corrección del mercado

La renta fija cada vez menos atractiva



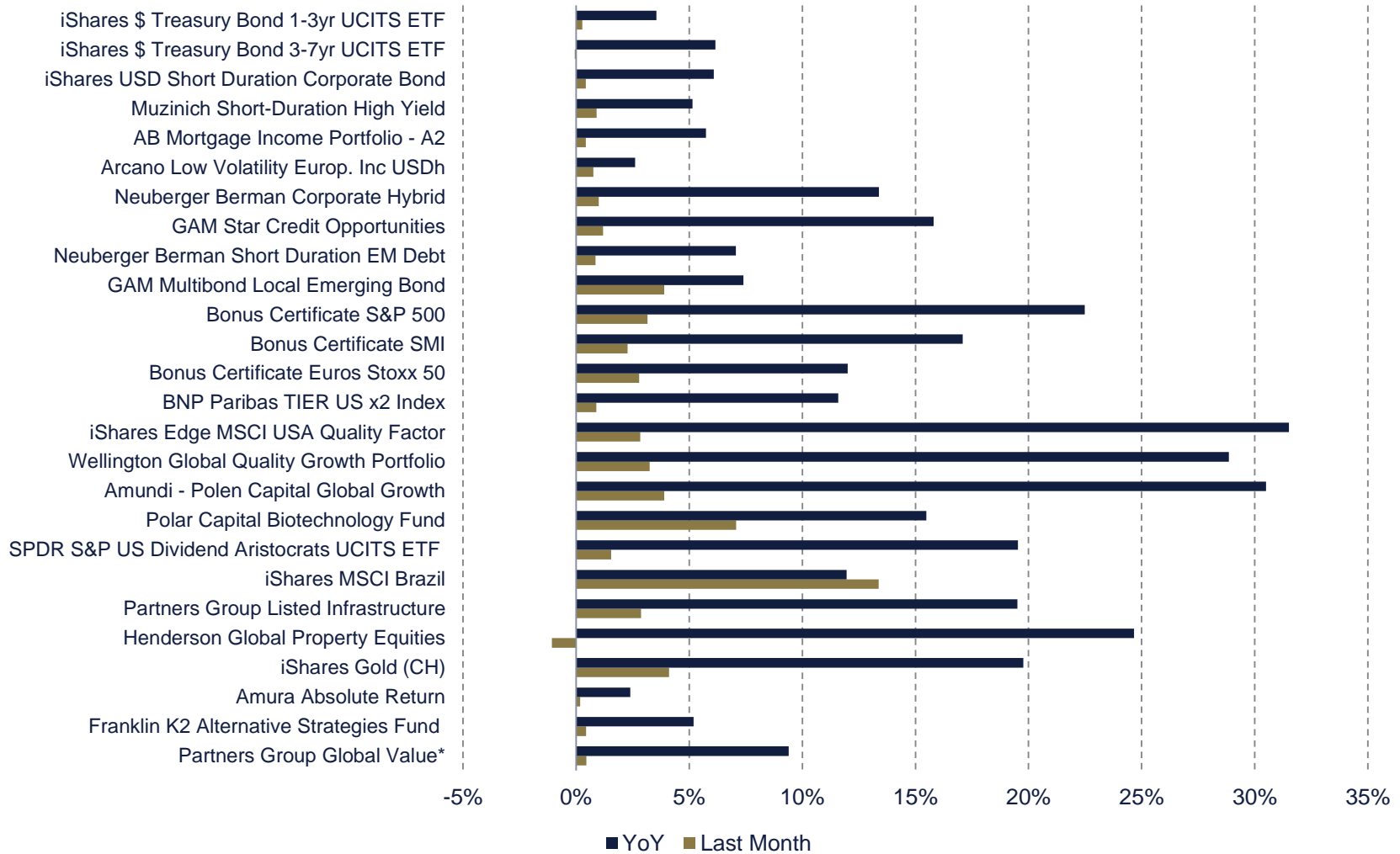
- Durante el último mes, **los diferenciales se comprimieron aún más**, y se negocian a **niveles cercanos a sus respectivos mínimos históricos**
- A pesar de que estos niveles son consistentes con una continuación del ciclo económico, dejan a **los inversores expuestos a cualquier ampliación de los diferenciales** causada por un evento de riesgo en el mercado. Particularmente poco atractivos son los bonos "Investment Grade", cuyos márgenes se han reducido a la mitad en la última década, a pesar del aumento en el apalancamiento en el sector corporativo

El riesgo geopolítico no es inusual



- Las tensiones en Oriente Medio han elevado recientemente el precio del petróleo y el oro. Sin embargo, **no recomendamos invertir en base a escenarios catastróficos**
- Después de todo, a pesar de las actuales disputas de Estados Unidos con Corea del Norte e Irán, **el mundo es hoy un lugar mucho más seguro** que, por ejemplo, durante la Guerra Fría, lo que no impidió que el S&P 500 obtuviera un 8.6% anual durante el período 1947-1989

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 6 de enero 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

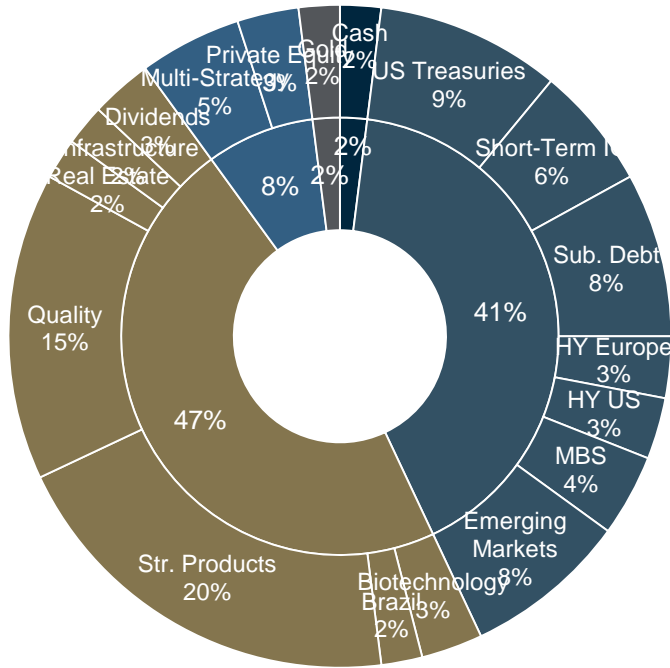
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

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

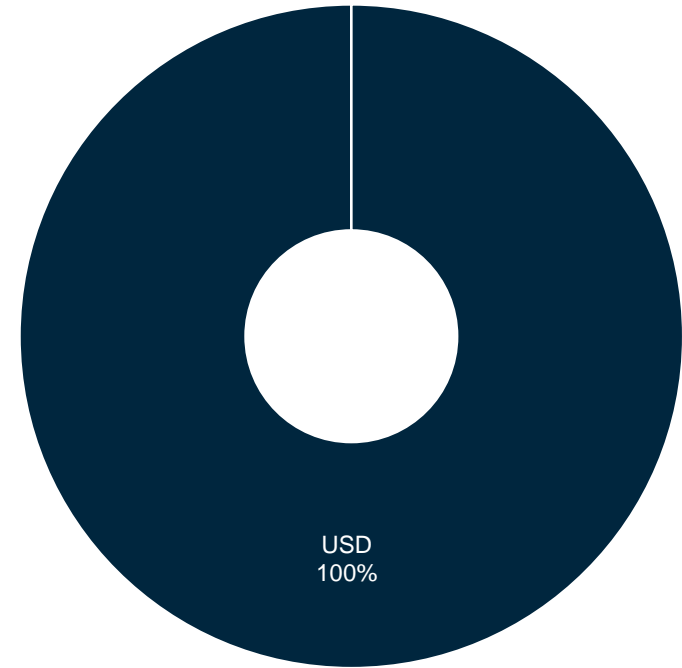
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



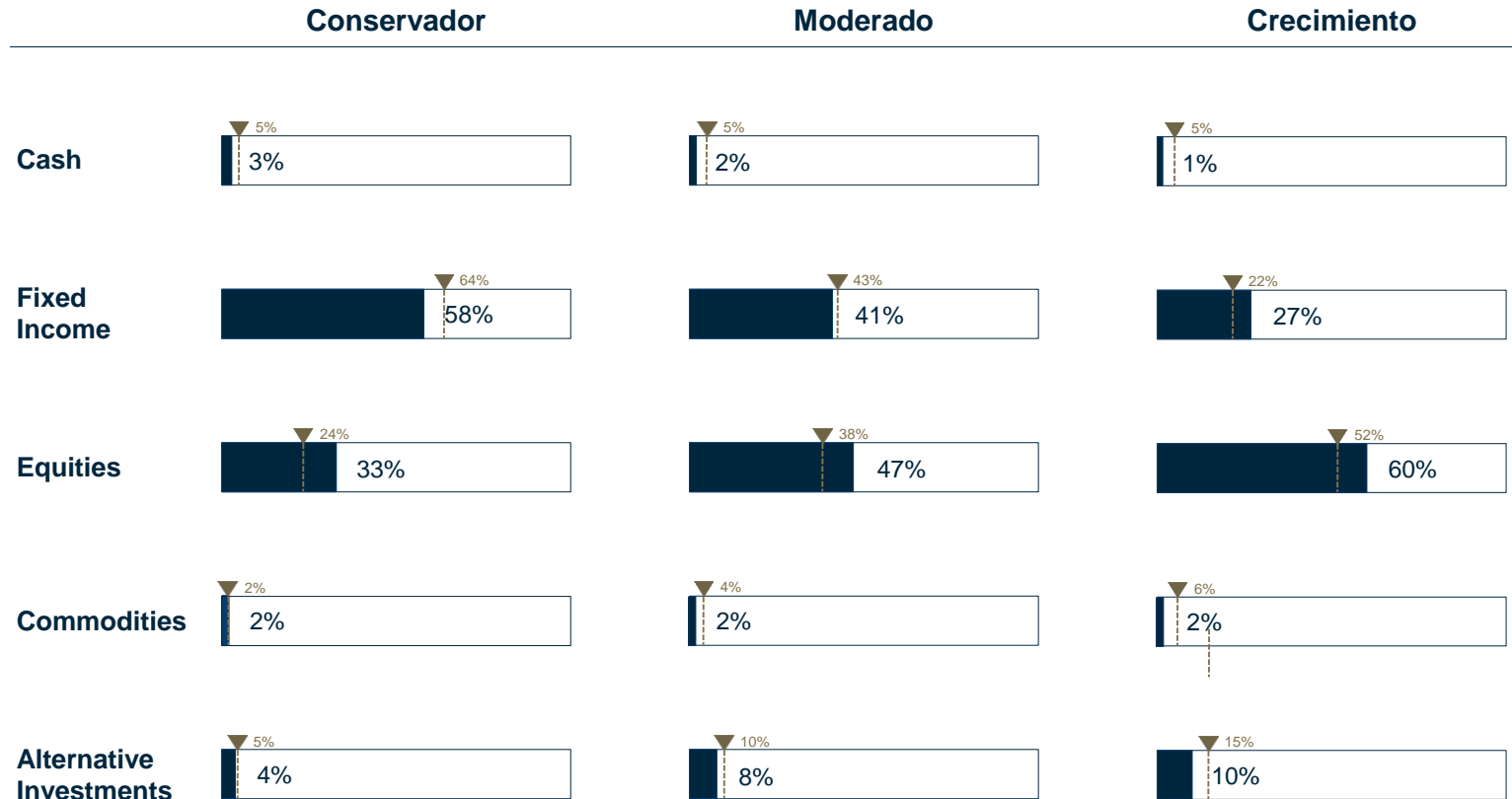
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



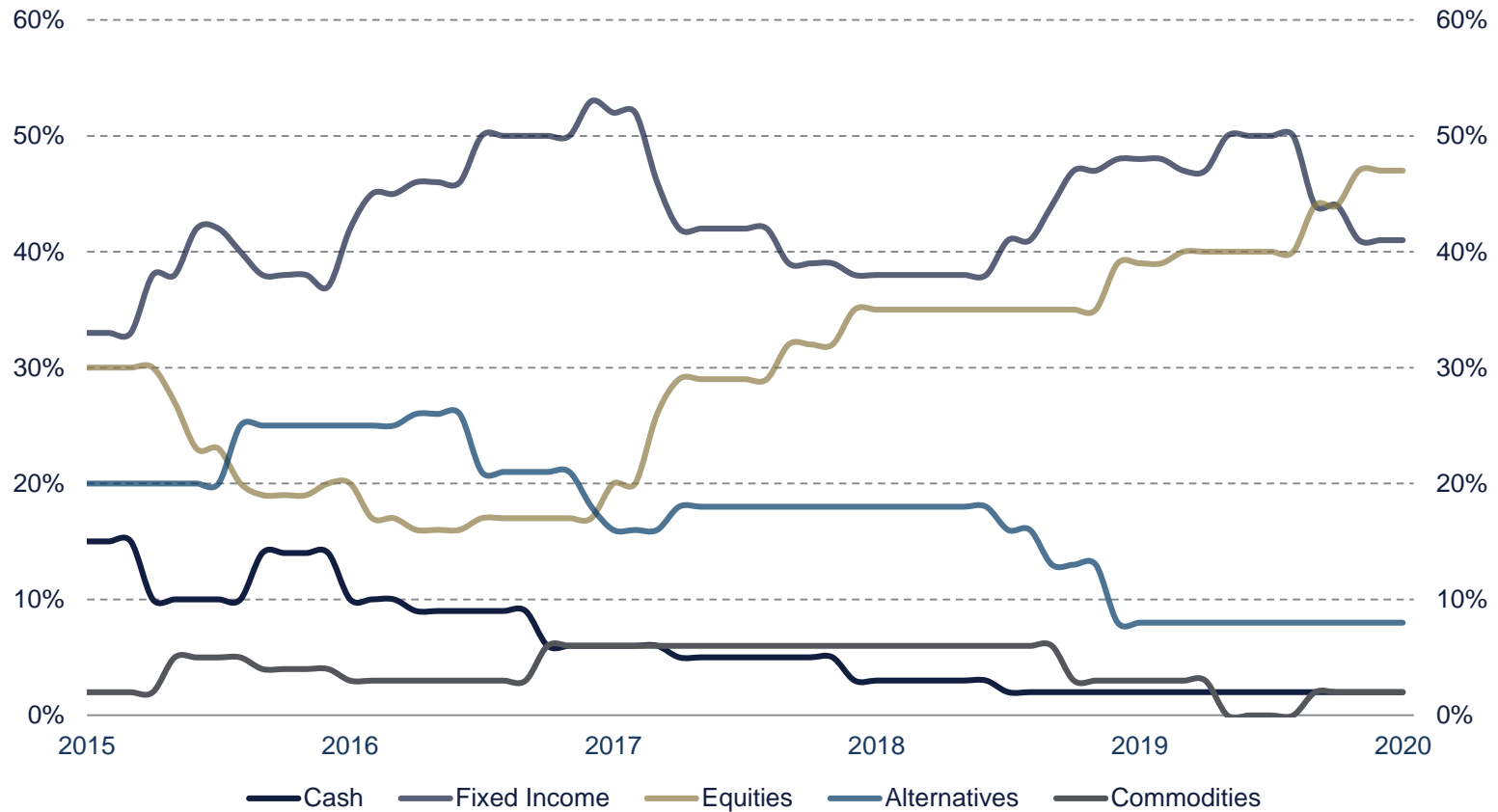
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

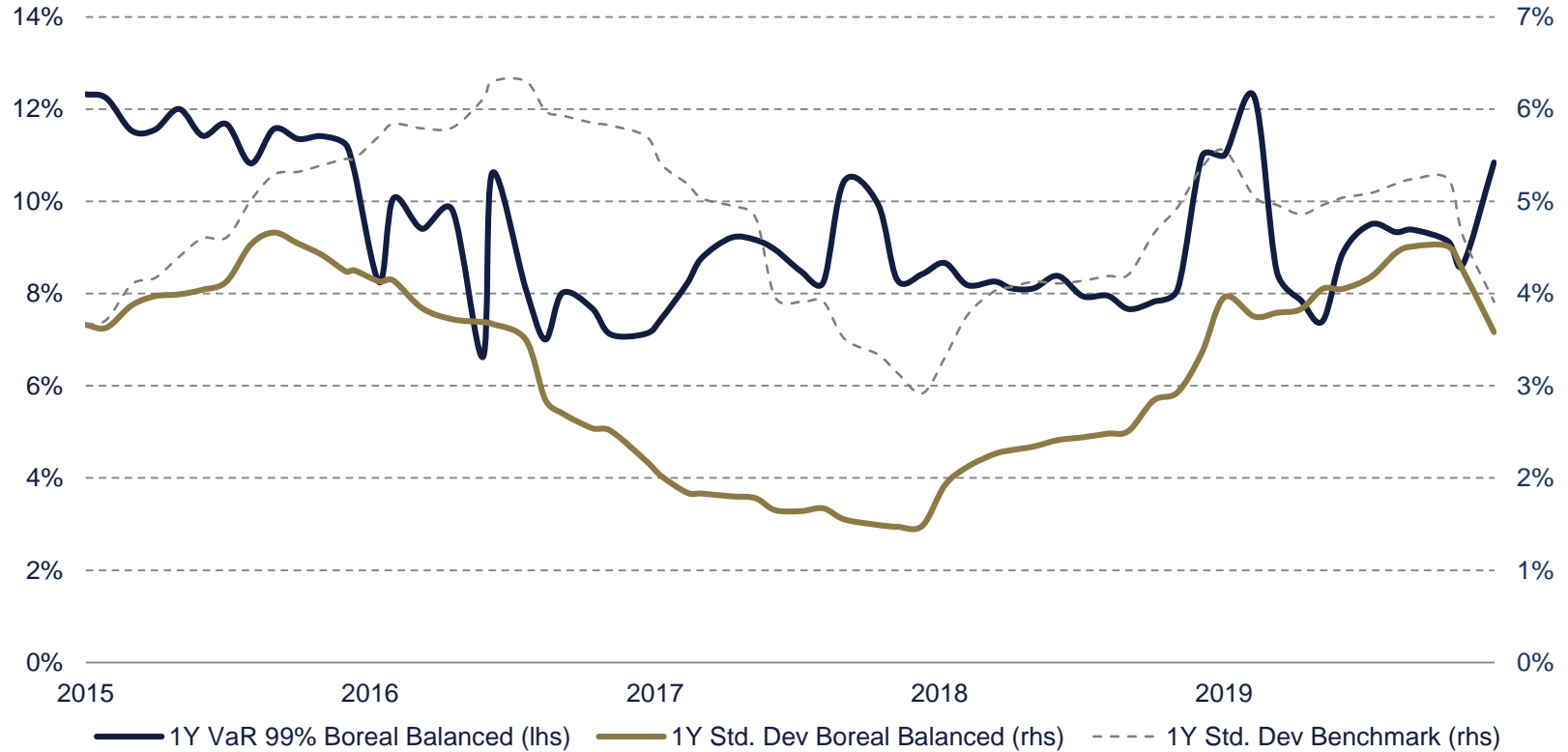


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

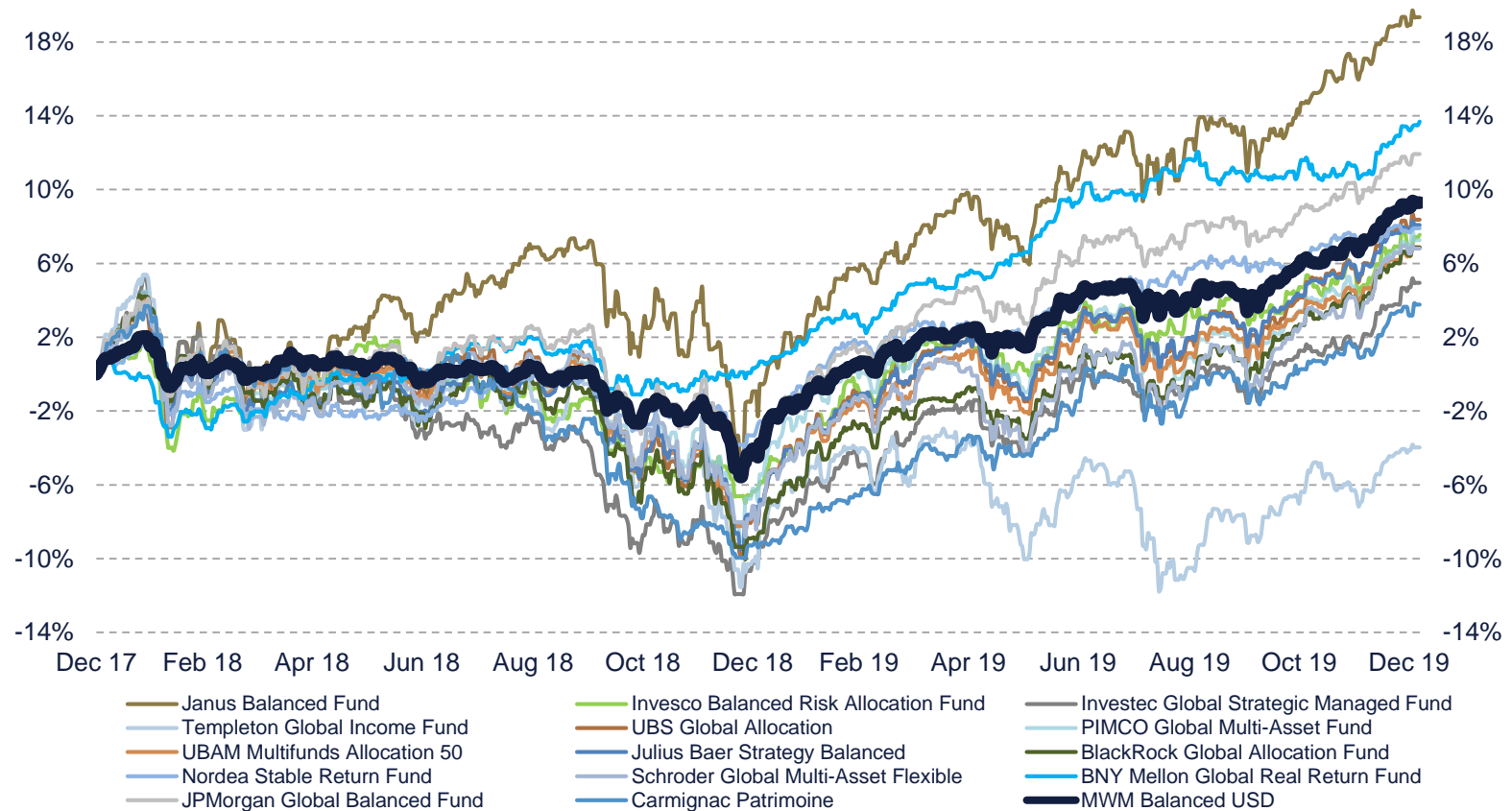


Portafolio Modelo Boreal – Evolution VaR y volatilidad



¹ A 2 de diciembre de 2019
Fuente: Bloomberg

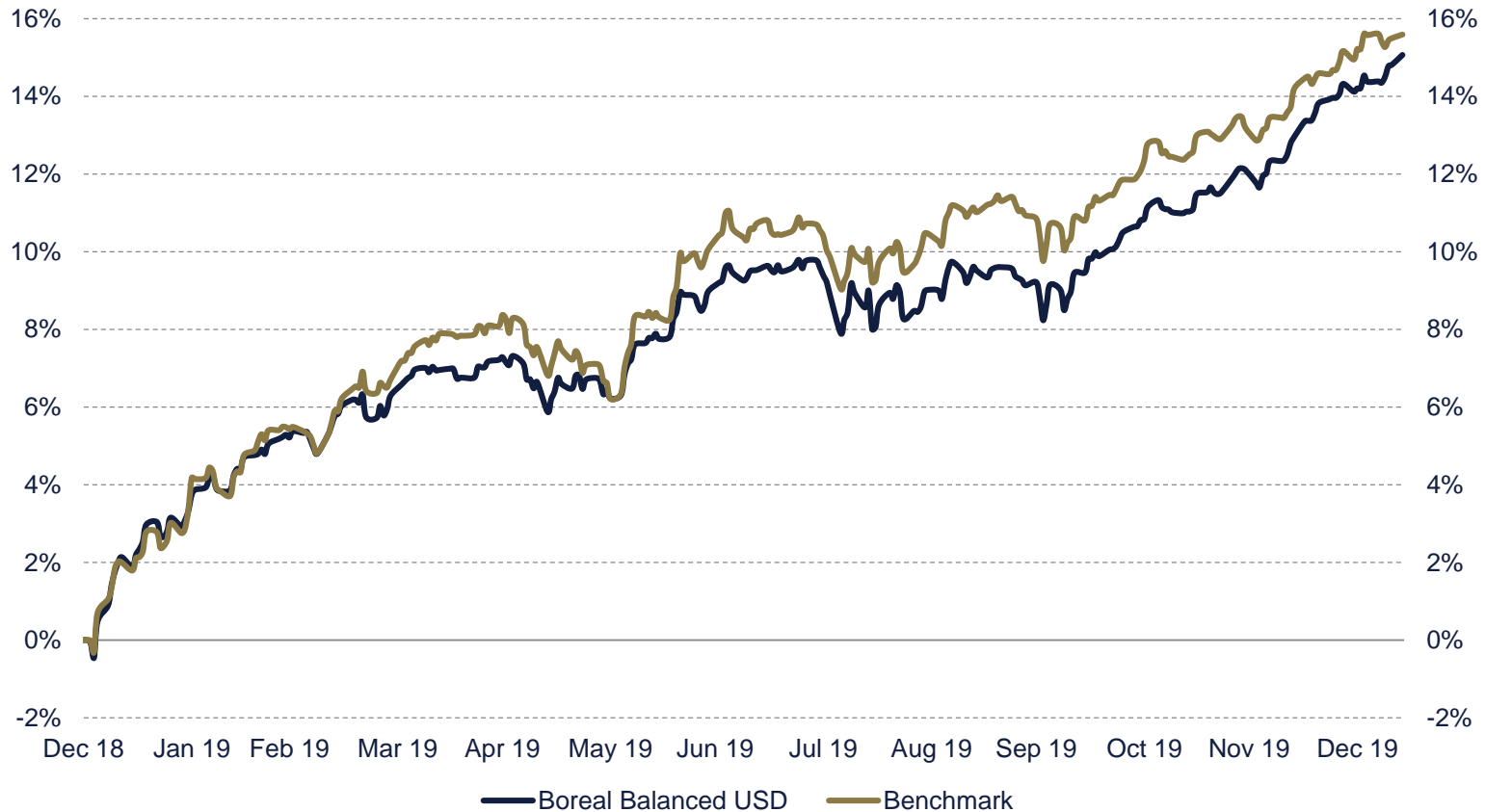
Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **12° de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **3° de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3° de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **1° de 15**

¹ A 6 de enero de 2020
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año

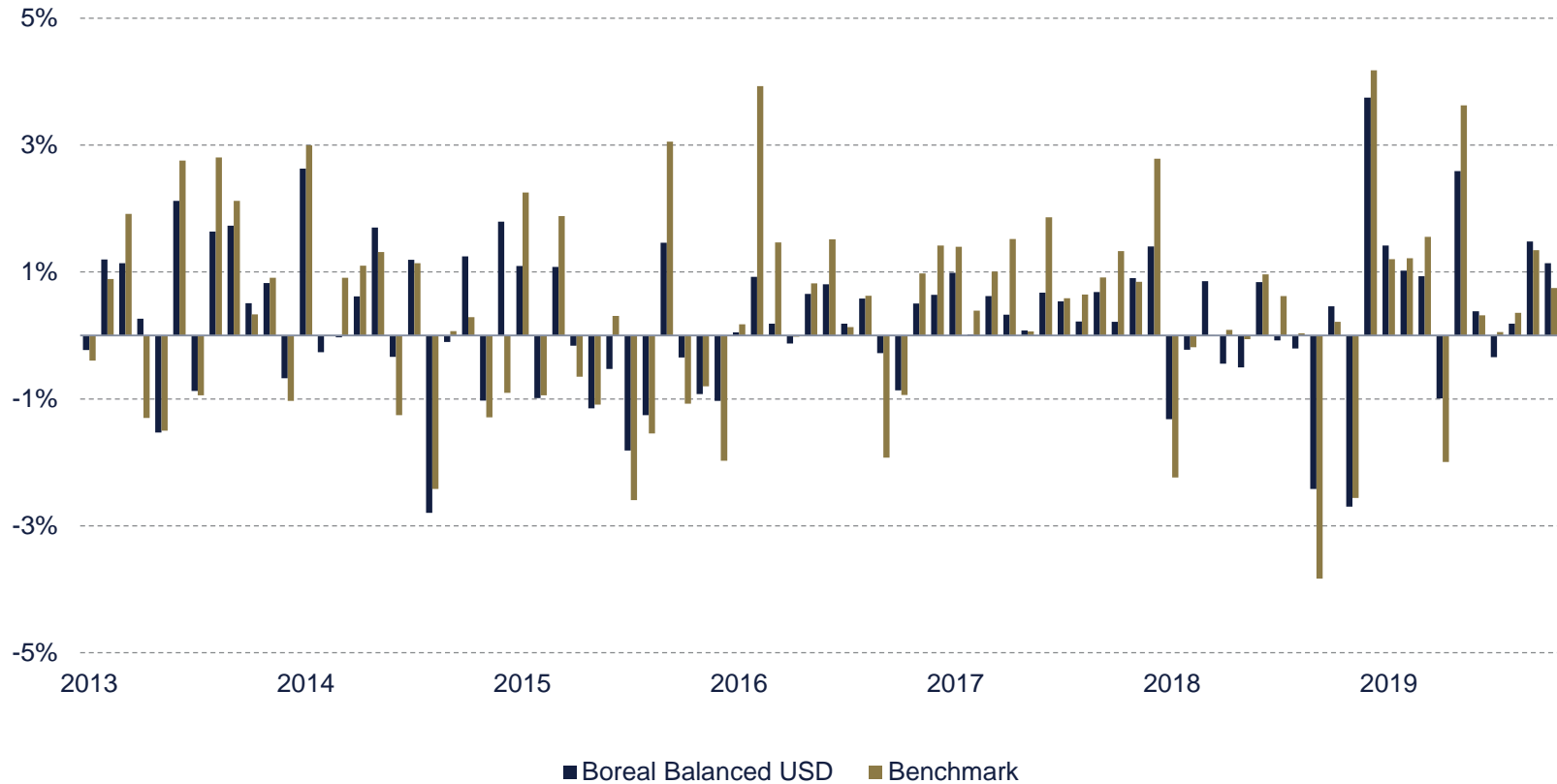


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **0.75%** vs. **0.33%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **2.31%** vs. **2.46%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **1.59%** vs. **1.58%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **n/a**

¹ A 13 de enero de 2020

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)

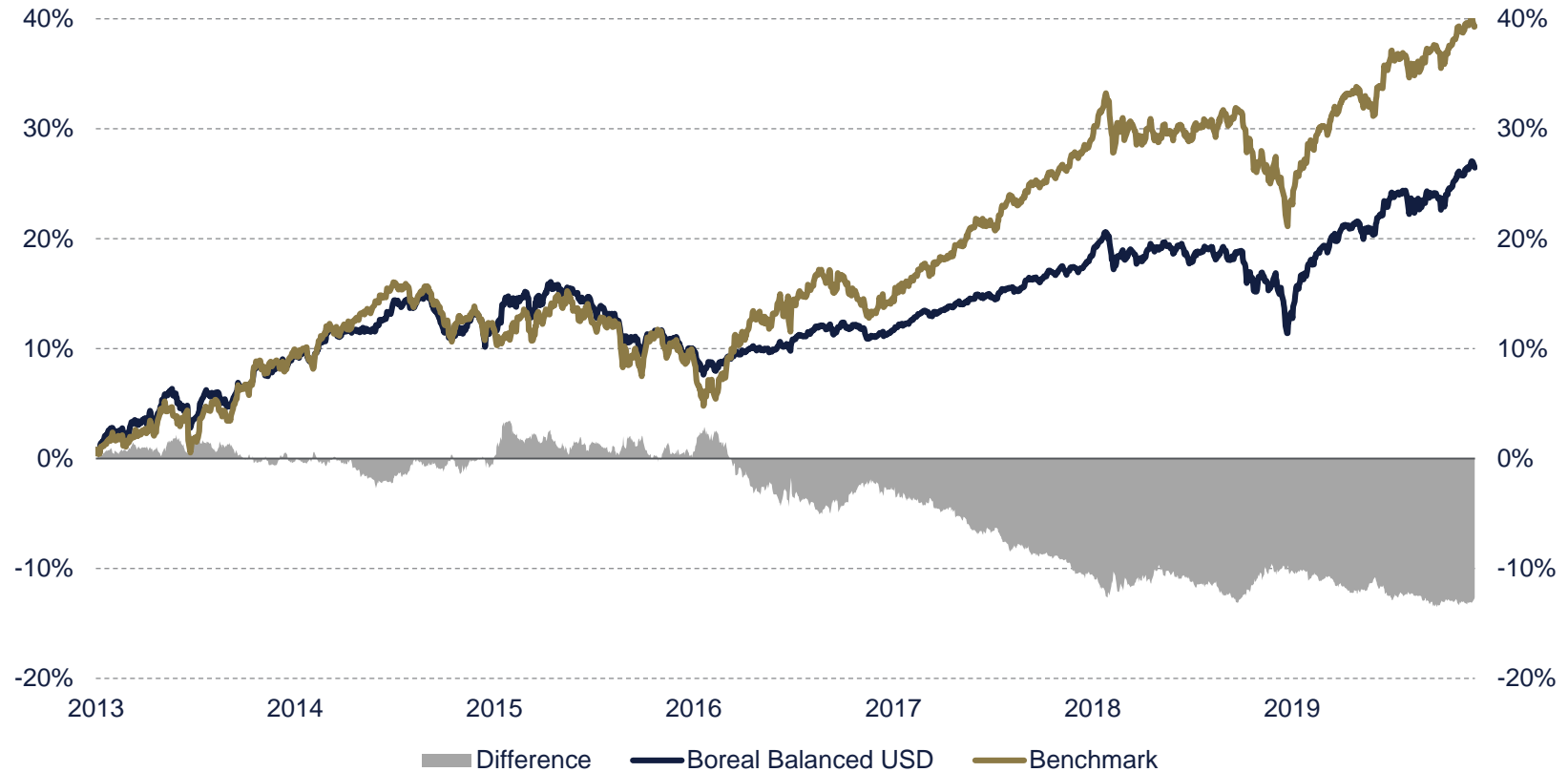


- **Rentabilidad absoluta** (1 año¹): **12.66%** vs. **13.33%** Benchmark²
- **Rentabilidad absoluta** (3 años¹): **16.23%** vs. **23.37%** Benchmark²
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2012¹): **30.35%** vs. **42.72%** Benchmark²

¹ A 13 de enero de 2020

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): **3.58%** vs. **3.91%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **2.72%** vs. **2.79%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **2.98** vs. **2.91** Benchmark²
- **Var 95% - 1day** (1 año¹): **-0.32%** vs. **-0.38%** Benchmark²

¹ A 13 de enero de 2020

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.