



Política de inversión

Marzo 2020

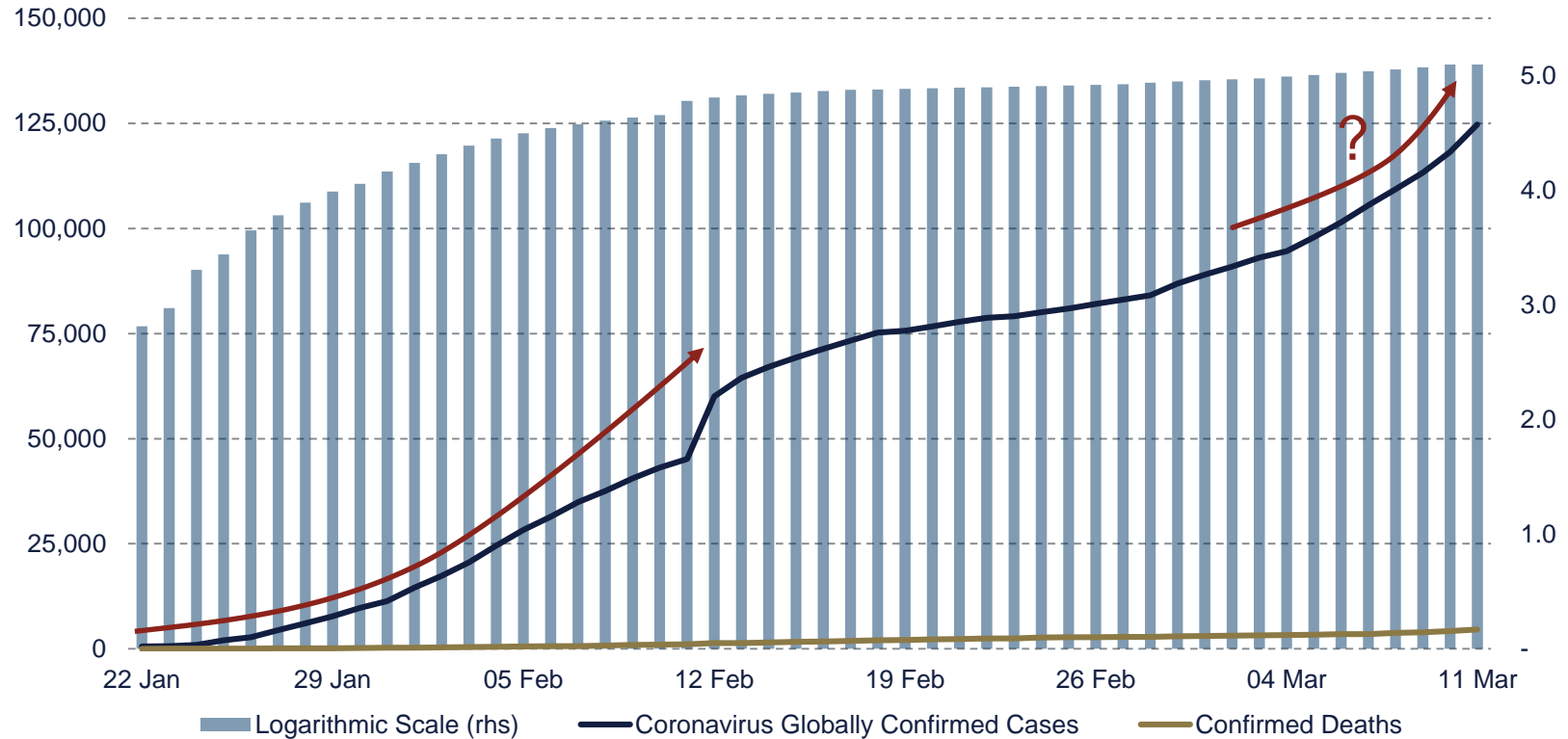
Resumen de mercados – Marzo 2020

- La fuerte corrección en los mercados nos ha sorprendido estando bien posicionados, tanto en acciones de calidad como en instrumentos con cobertura. Por todo ello **nuestras carteras se han comportado bien en relación al mercado**. Sin embargo, la **volatilidad es extrema** y obliga a evaluar permanentemente el riesgo asumido
- Nuestro **escenario base** continúa siendo que **a diferencia de otras crisis**, en la actual, causada por un patógeno, se sabe de antemano que **tendrá una duración limitada en el tiempo**. Lo que es importante y urgente, es que los gobiernos den con un **plan convincente para impedir un colapso sanitario**, así como para **aliviar la carga financiera y laboral de las empresas** que sufran dificultades temporales, y con ello evitar un “cash crunch”. Lo segundo parece más fácil que lo primero pero, por el momento, la respuesta es bastante decepcionante y por eso los mercados no encuentran suelo
- A esta situación ya de por sí complicada, se ha sumado el **anuncio de Arabia Saudita**, que ha pillado al mercado totalmente por sorpresa. Aunque **la bajada de los precios del petróleo es, en general, bueno para la economía** (similar a una bajada de impuestos al consumidor), el **miedo es que genere una crisis de crédito en el sector de energía** en los EE.UU, como ocurrió en 2015. En nuestra opinión, la situación no es comparable. En aquel momento el petróleo venía de cotizar por encima de los \$100, mientras que en los últimos años estaba en torno a los \$50. **Las empresas del sector por tanto están mejor preparadas hoy** para operar a estos precios
- El riesgo es que la **combinación de estos dos shocks, lleve a la economía a una recesión**. Sin embargo, si este fuera el caso, **lo esperable sería que hubiera un rebote** una vez que la epidemia pasase a un segundo plano. Y aunque esto no ocurriera de inmediato, **las valoraciones ya descuentan un escenario recesivo**, por lo que **no recomendamos reducir la exposición a renta variable a estos niveles**. Por añadidura, los tipos de interés en mínimos históricos, hacen que la renta variable sea actualmente todavía más atractiva
- En resumen, creemos que la **volatilidad del mercado refleja el creciente número de inversores que están tratando de anticiparse a la siguiente recesión, independientemente de los fundamentales**. Por tanto, pensamos que estamos bien posicionados, aunque hemos hecho algunos cambios en la cartera, **reduciendo exposición a emergentes y aumentando el oro**. Hay que pensar que **también hay “riesgos positivos”**, como el que se anuncie una vacuna o un tratamiento efectivo, que pueden hacer que el mercado repunte con fuerza

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 una aceptable 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	☐	Tanto las monedas como los diferenciales de crédito han reaccionado solo parcialmente al riesgo que el brote de Covid representa para estos países. Además, la guerra del precio del petróleo, perjudicará a los países exportadores
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

Alcanzando techo o acelerándose?



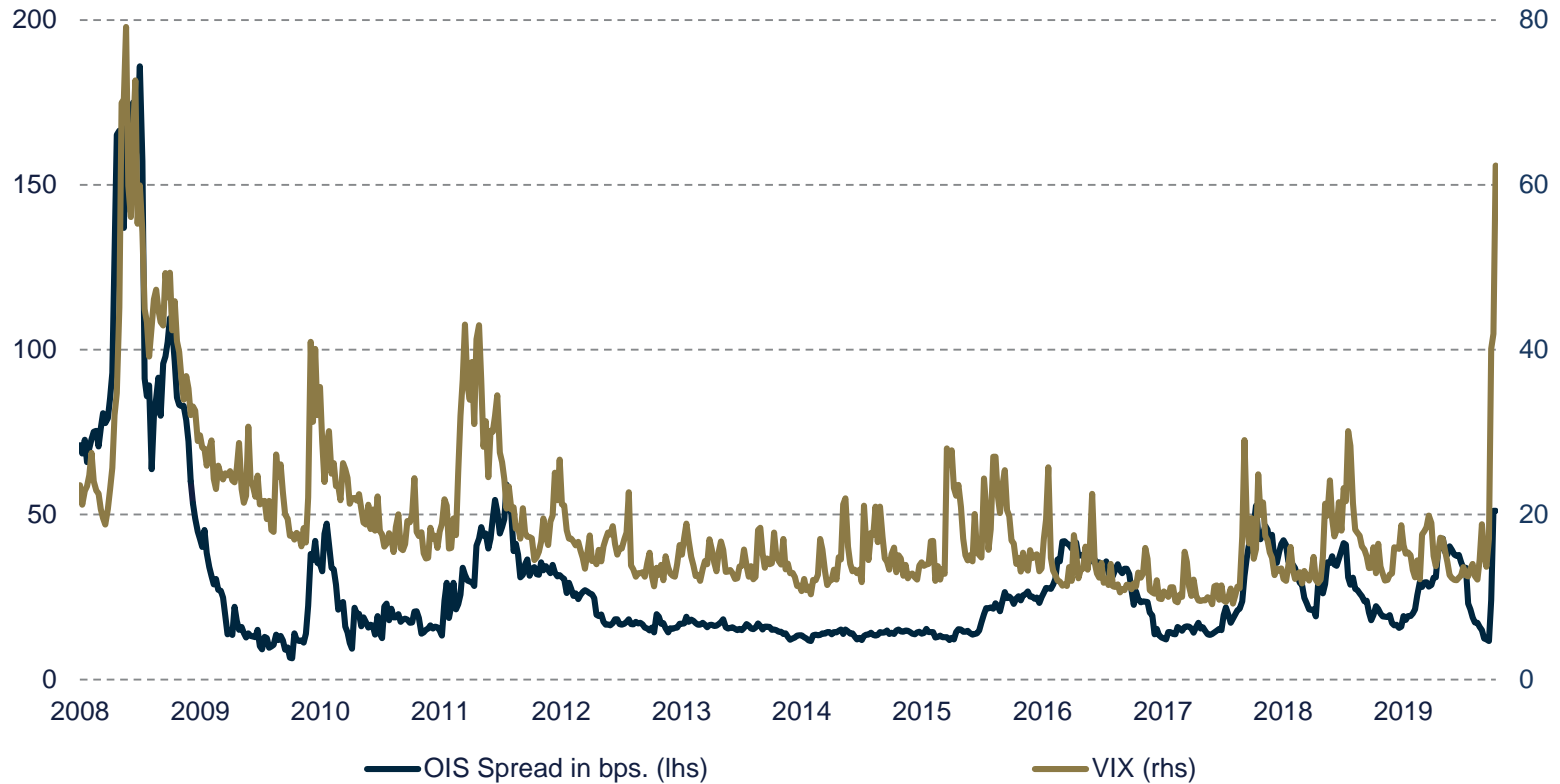
- A pesar de la creciente alarma social, seguimos observando una **tendencia lineal en el contagio de virus**, lo que da esperanzas de que la epidemia pueda mitigarse en gran medida hasta que se descubran vacunas o tratamientos efectivos.
- Pero la **aparición de brotes repentinos es posible** a medida que **el virus se expande a nivel mundial**, y con eso vienen restricciones a la movilidad y al contacto social que tienen consecuencias económicas negativas.

2020 = 2015 + 2018?



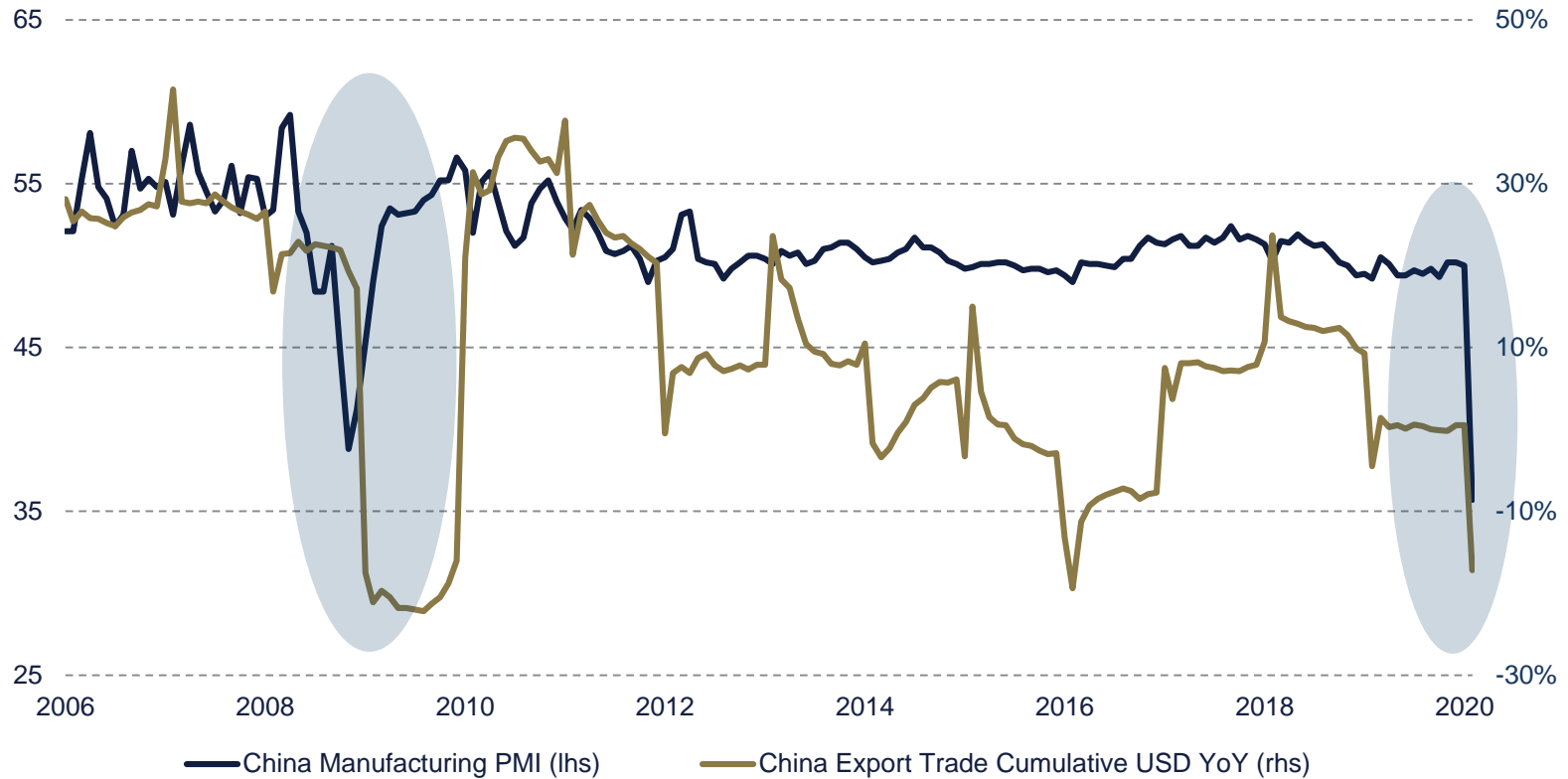
- La disputa entre Rusia y la OPEP, junto con la decisión unilateral de Arabia Saudita de aumentar la producción y bajar el precio objetivo del petróleo, abre un **nuevo capítulo de las "Guerras del petróleo"**
- Esto ha **coincido con los temores a una posible recesión** debido al impacto del coronavirus; y **nos ha retrotraído a 2015, cuando el sector petrolero sacudió el mercado de high yield americano**. Sin embargo, en aquel momento el petróleo venía de cotizar por encima de los \$100, mientras que en los últimos años estaba en torno a los \$50. Por tanto, las empresas del sector están mejor preparadas hoy para operar a estos precios

Las tensiones en el Mercado son muy acentuadas



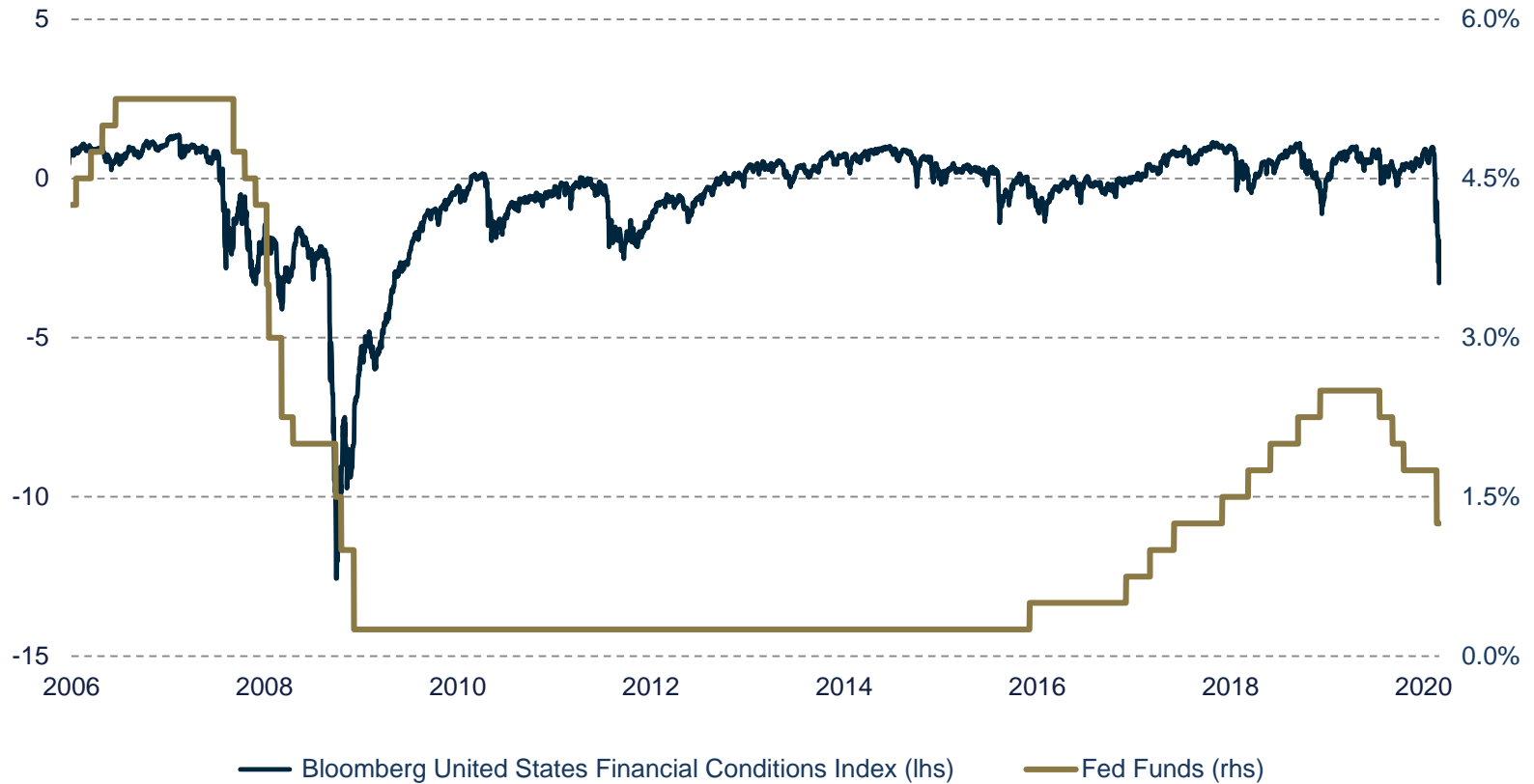
- La volatilidad se cotiza muy cerca de los niveles vistos en 2008, lo que refleja el alto grado de incertidumbre en el mercado.
- El mercado inter-bancario, por el contrario, no se ha deteriorado en la misma medida. La magnitud del movimiento es comparable a episodios más recientes, pero aún lejos de los alcanzados durante la crisis financiera.

Frenazo (temporal) de la economía sin precedentes



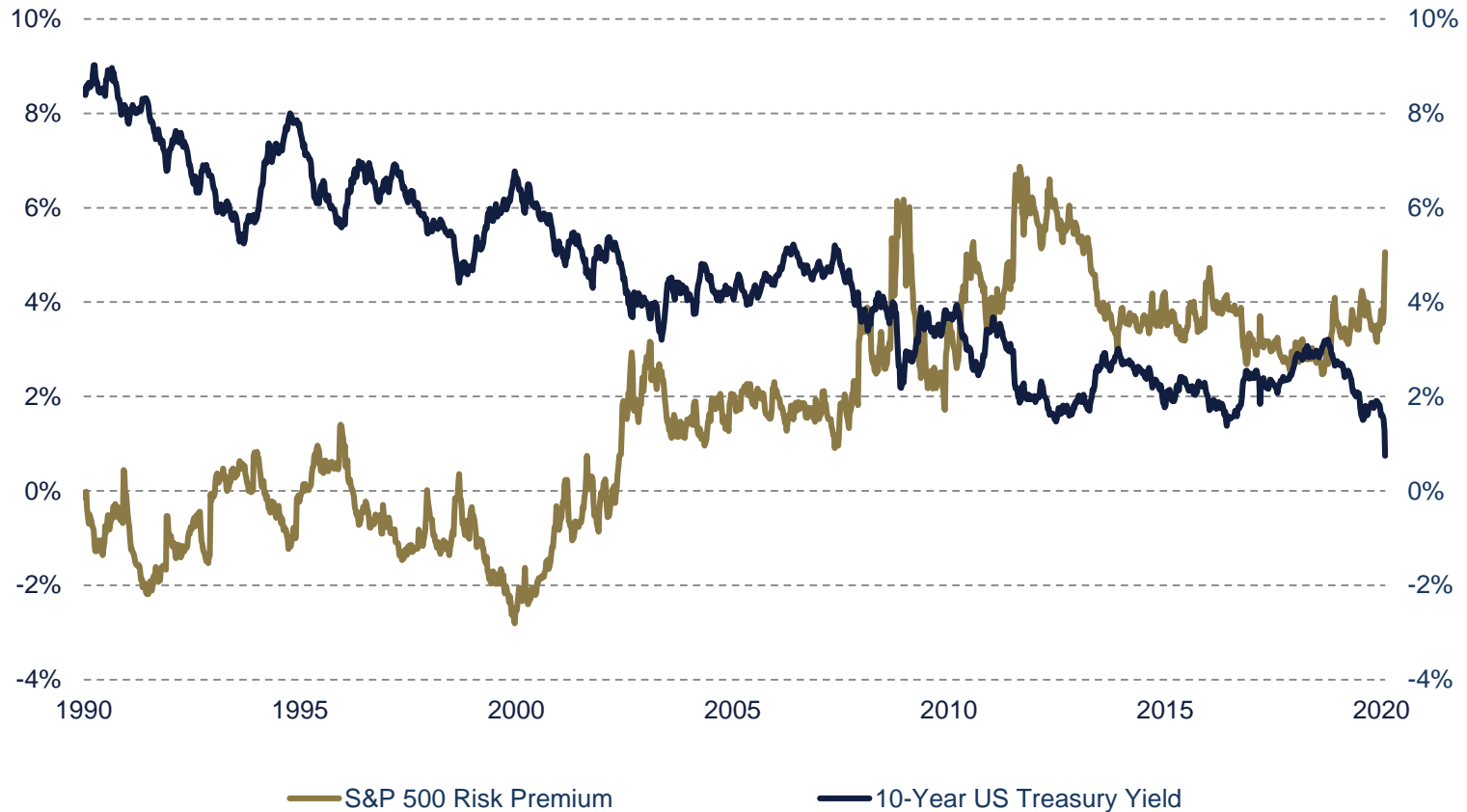
- China ha reportado sus primeras cifras macroeconómicas **mostrando el alcance del daño a la economía**. La magnitud de la desaceleración es **mayor aún que en 2008**, aunque a medida que el país vuelva a la normalidad, **esperamos que la actividad se recupere**
- Sin embargo, es probable que este patrón se repita en otros países, y el **riesgo es que afecte de la misma manera a EE.UU.**

Las condiciones financieras en “zona roja”



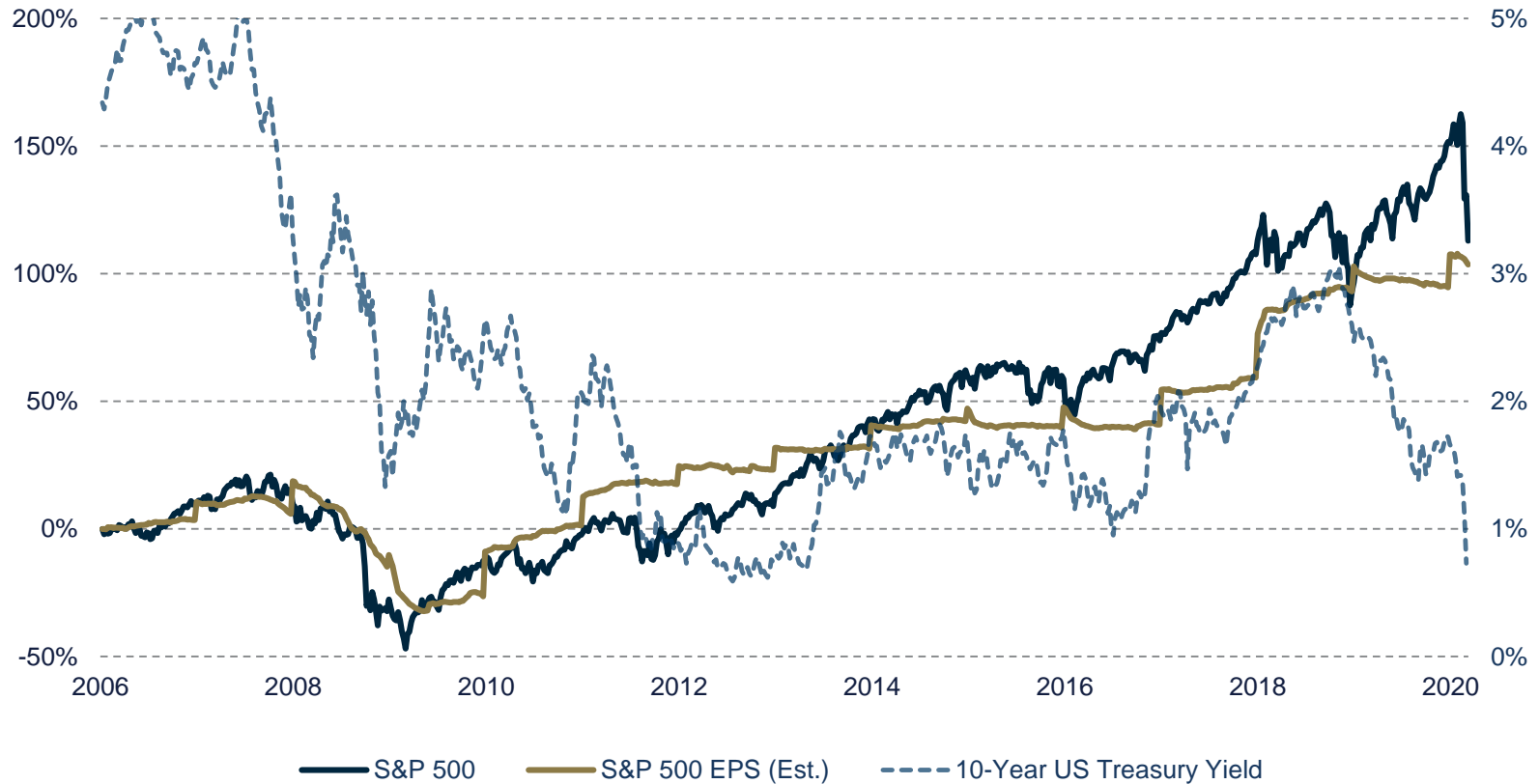
- El empeoramiento de las condiciones financieras ha causado que la Fed actuará rápidamente, bajando los tipos en una reunión de emergencia. El mercado espera aún más recortes en su reunión del 18 de marzo
- Otros bancos centrales han seguido los pasos de la Fed, pero les queda mucha menos munición monetaria

Los tipos apuntan a una recesión interminable



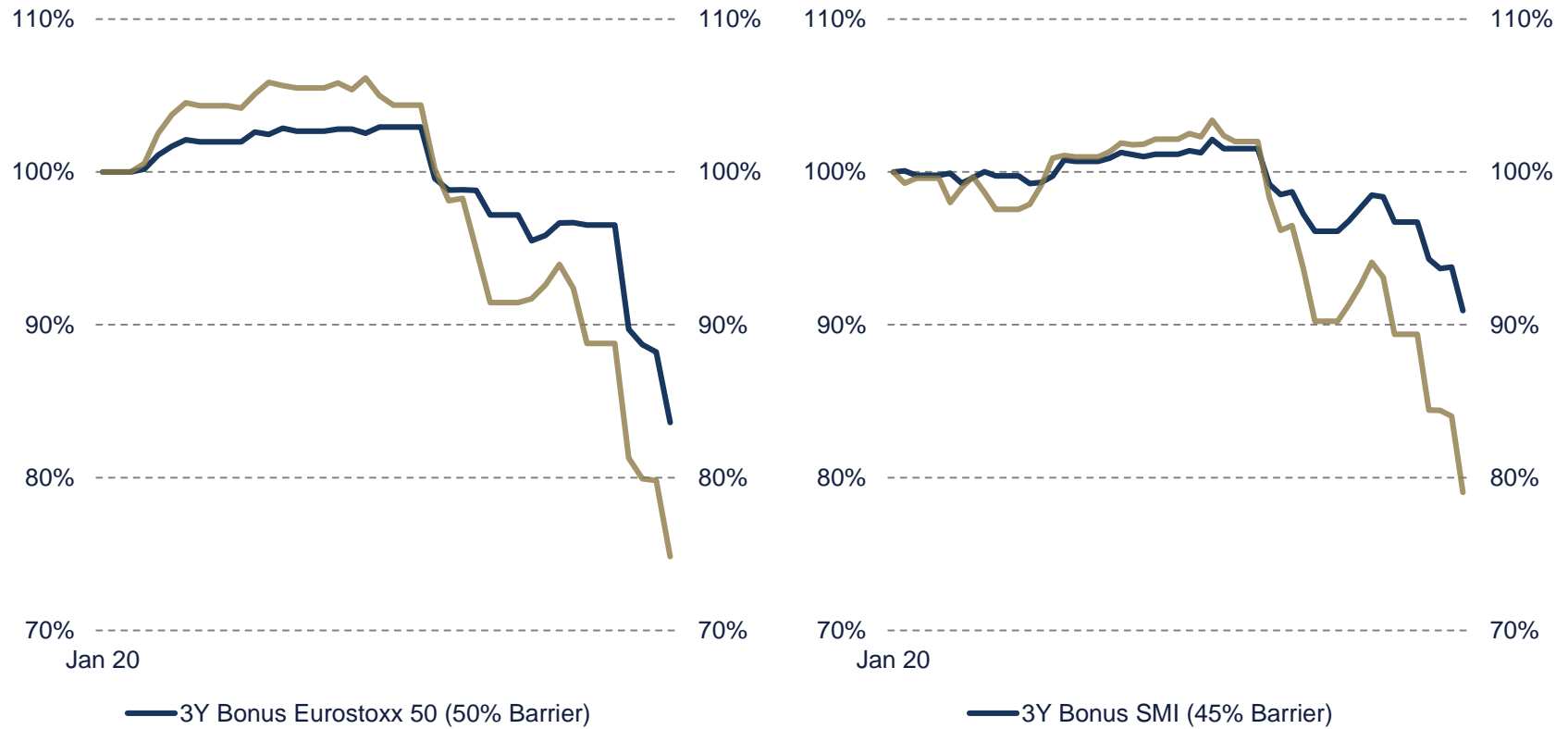
- Los **bonos no están siendo comprados como inversión, sino como una herramienta** para cubrir carteras
- Las **valoraciones de la renta variable, por el contrario, apenas han sido tan atractivas como ahora**, con una prima de riesgo superior al 5%, en comparación con su promedio histórico a largo plazo del 1,60%

¿Vendería su casa a causa del Covid 19?



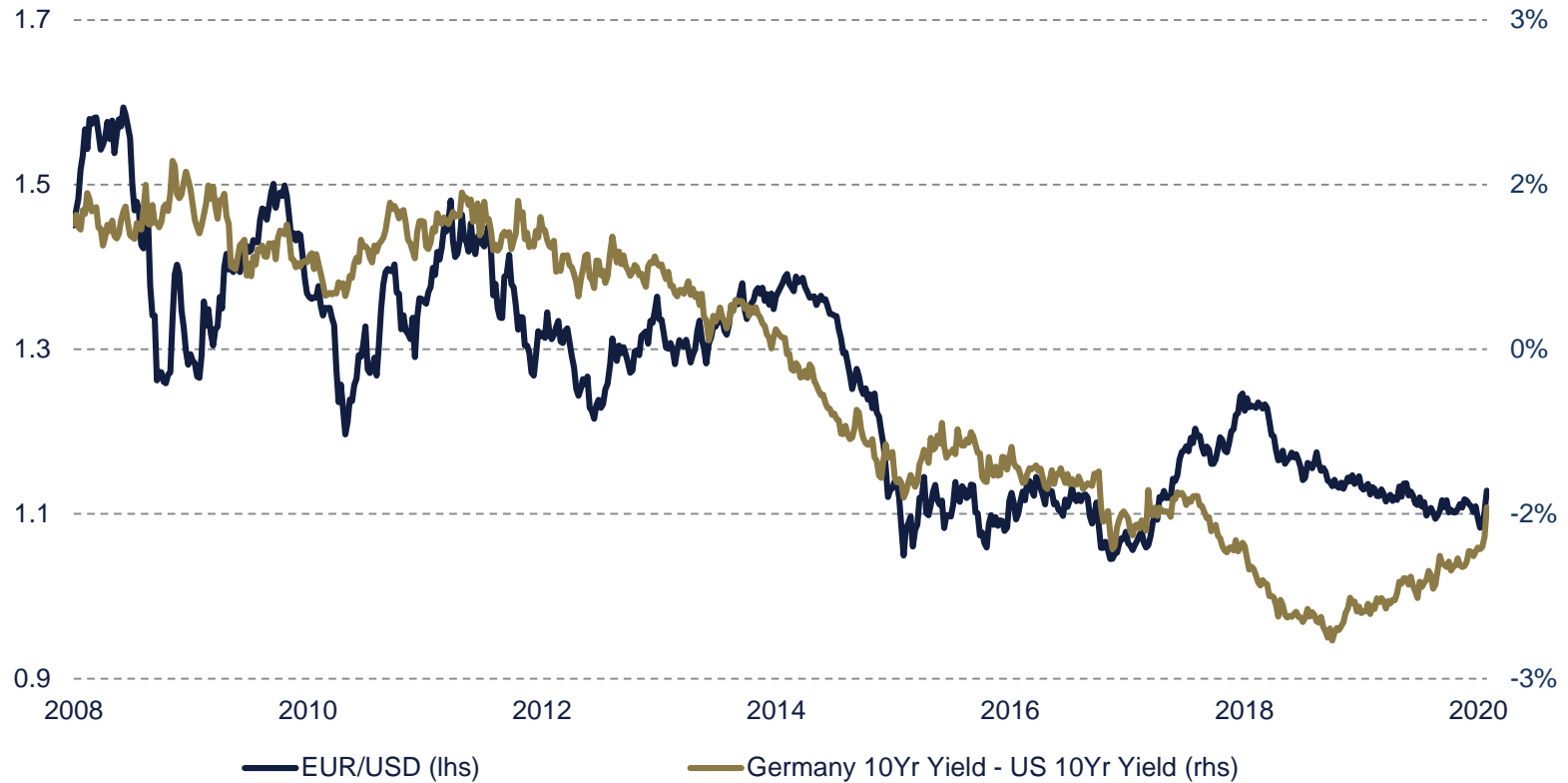
• La crisis de Covid 19 tendrá sin duda un impacto en los beneficios de los trimestres venideros, pero los beneficios a largo plazo no deberían verse comprometidos, particularmente para las acciones de calidad

El posicionamiento defensivo mitiga la caída



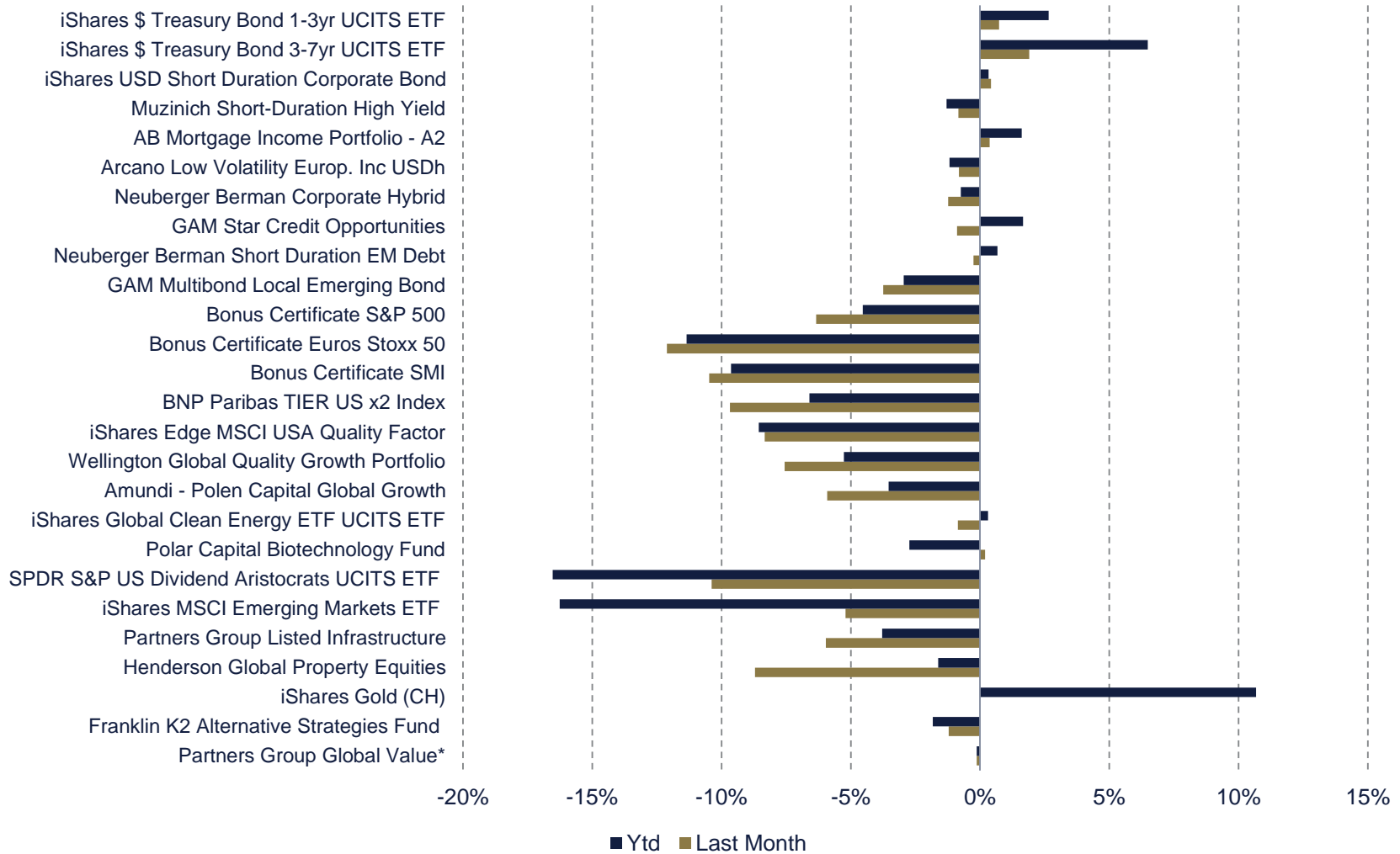
- Las **coberturas en las carteras** han ayudado a mitigar la corrección, particularmente los “bonus certificates” con barreras bajas
- Nuestras carteras también se han beneficiado de nuestro sesgo hacia **acciones de calidad**, así como activos reales (**Infraestructura, Inmobiliario**) y **Bioteología**

El dólar perderá fortaleza



- Con el recorte de emergencia de la Fed y la fuerte caída en los rendimientos de los bonos del tesoro a largo plazo, **el diferencial de tasas de interés frente al Euro se ha reducido significativamente**
- Todavía creemos que tanto los diferenciales de tipos de interés, como los de crecimiento, sitúan la cotización EUR/USD en una **banda relativamente estrecha alrededor de 1.15**

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 9 de marzo 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	45% (+10%)	40% (-5%)	15% (-5%)

Catalizadores a corto plazo

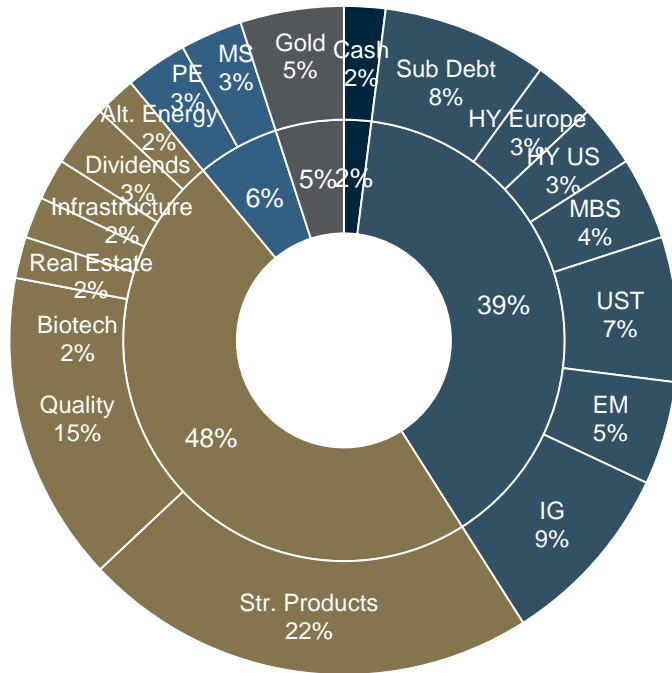
Vacuna o tratamiento para el coronavirus, estímulo fiscal coordinada, mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

Conflicto con Irán o Corea, guerra comercial (II), implementación del Brexit, populismo, desaceleración en China, terrorismo, Hong Kong

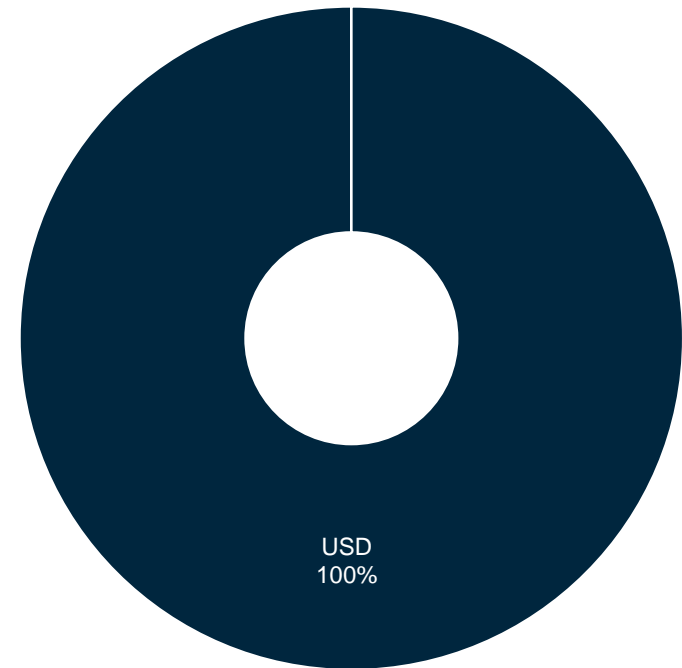
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



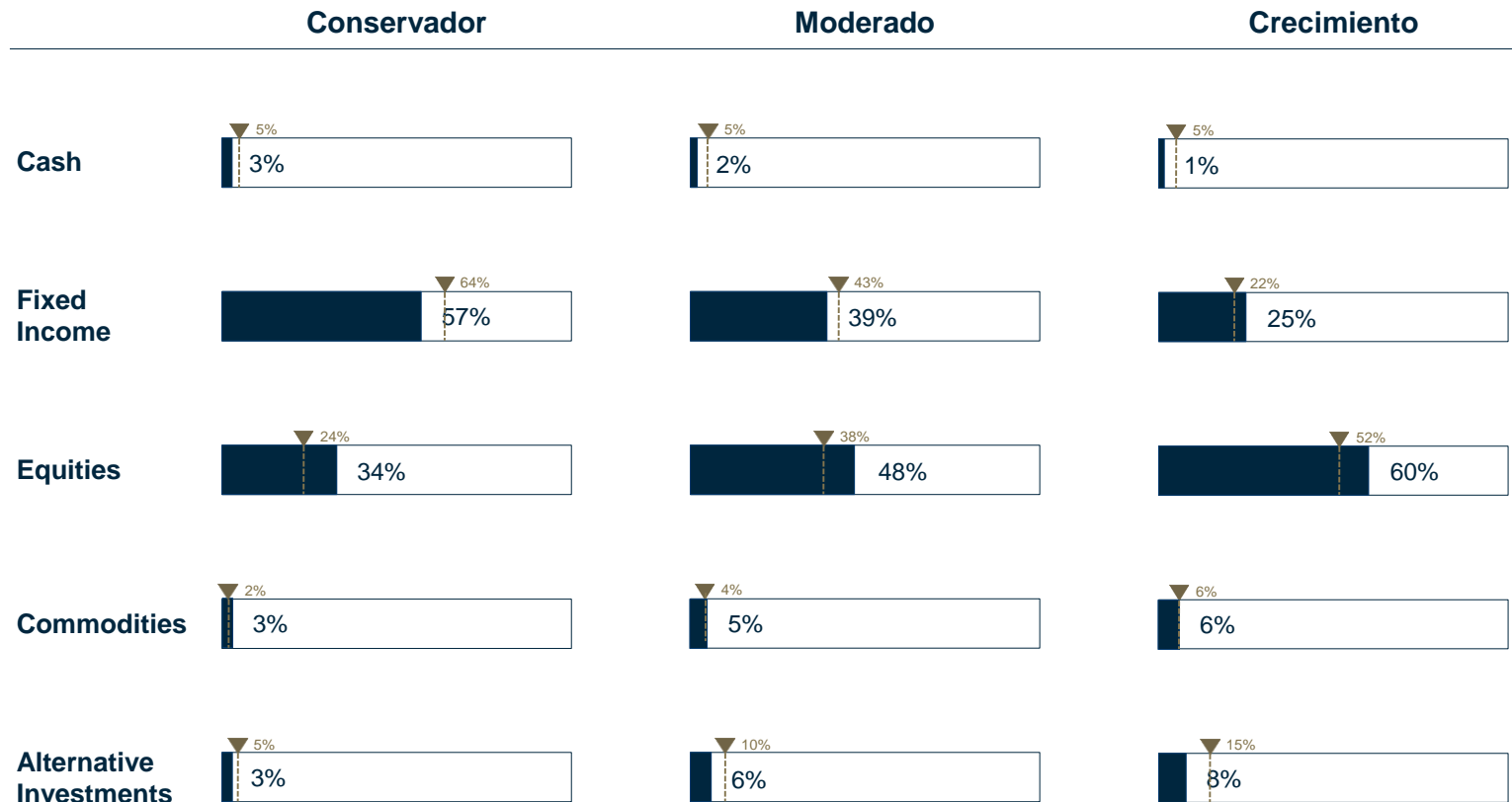
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



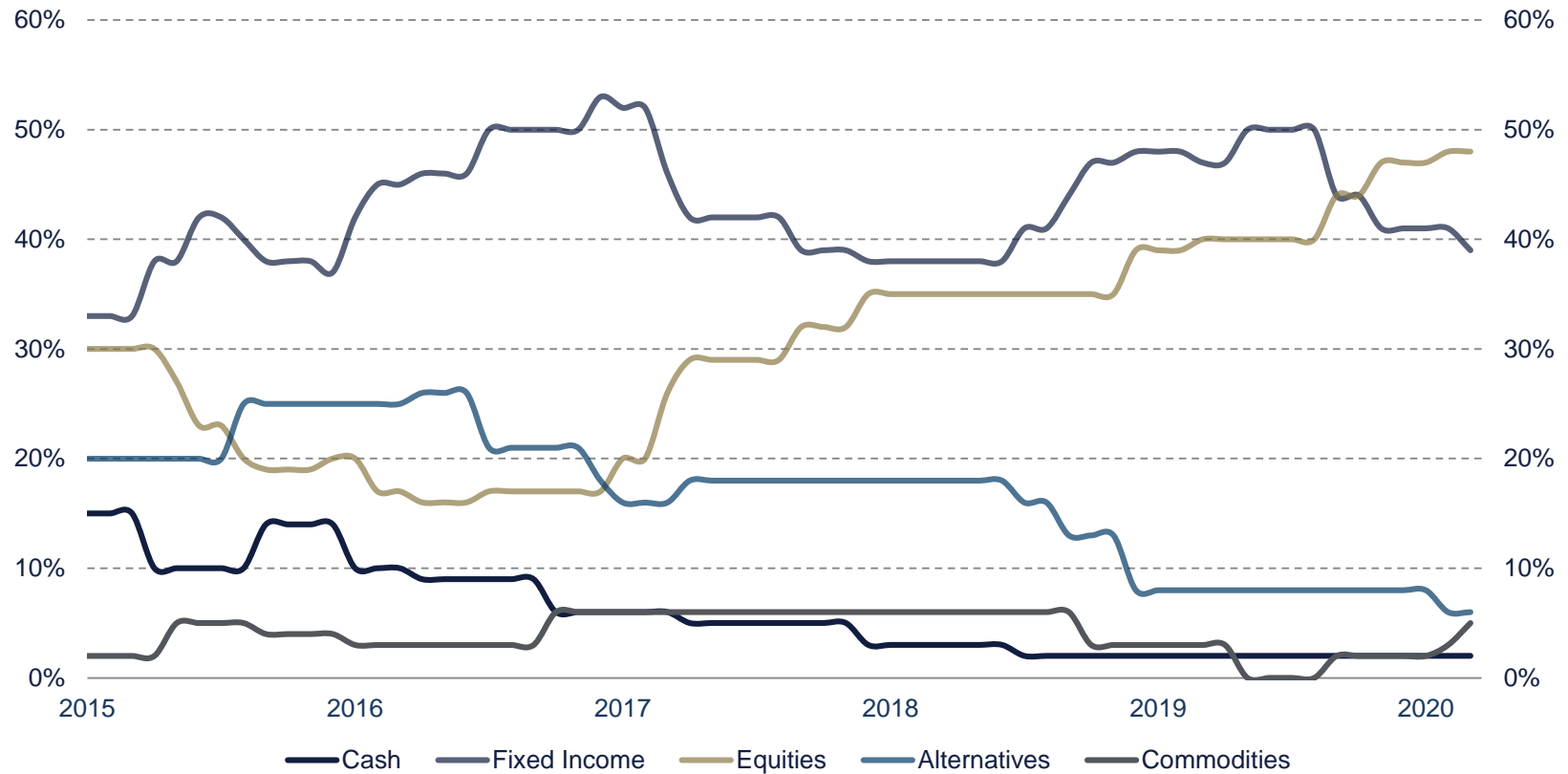
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

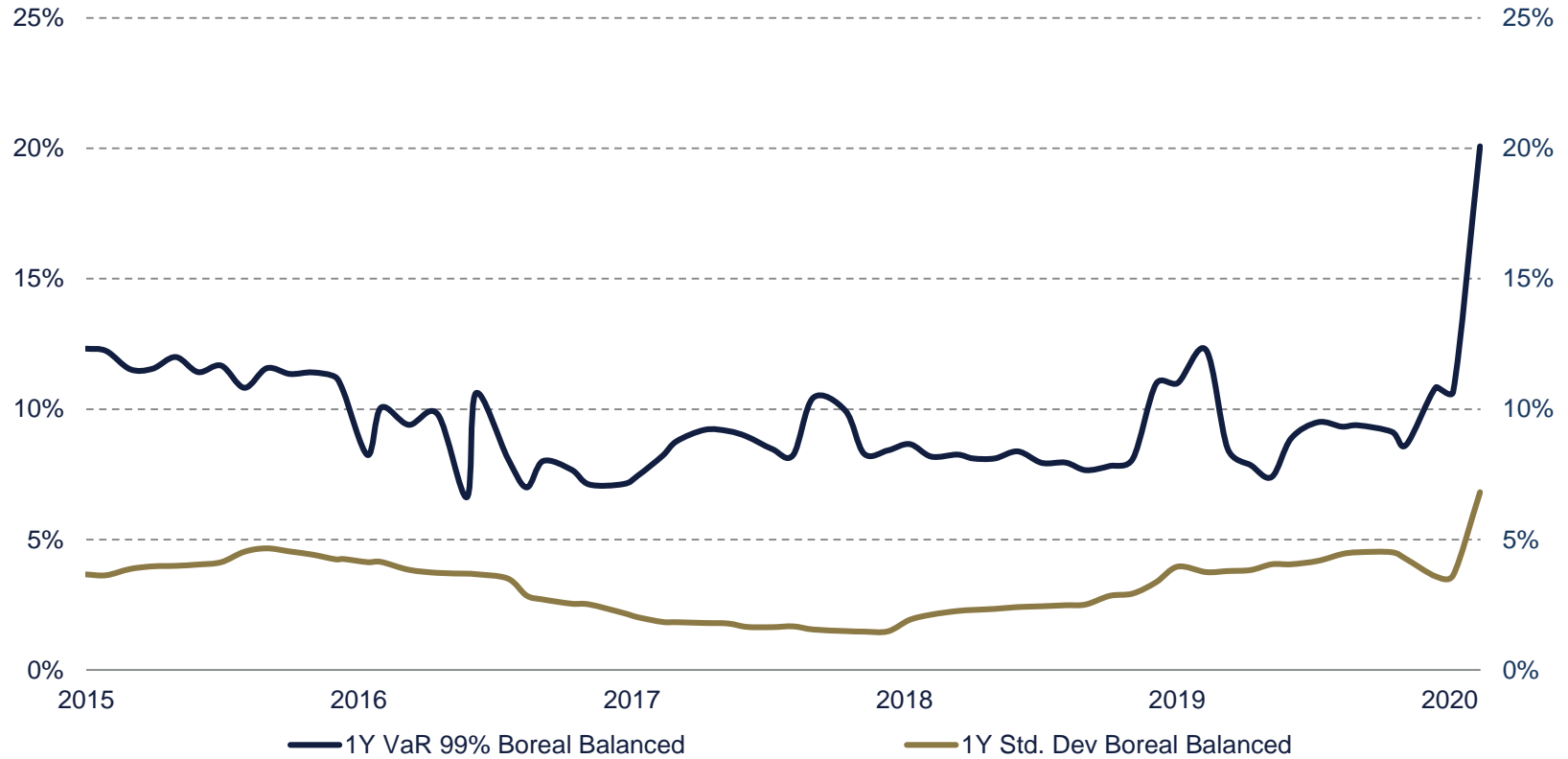


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

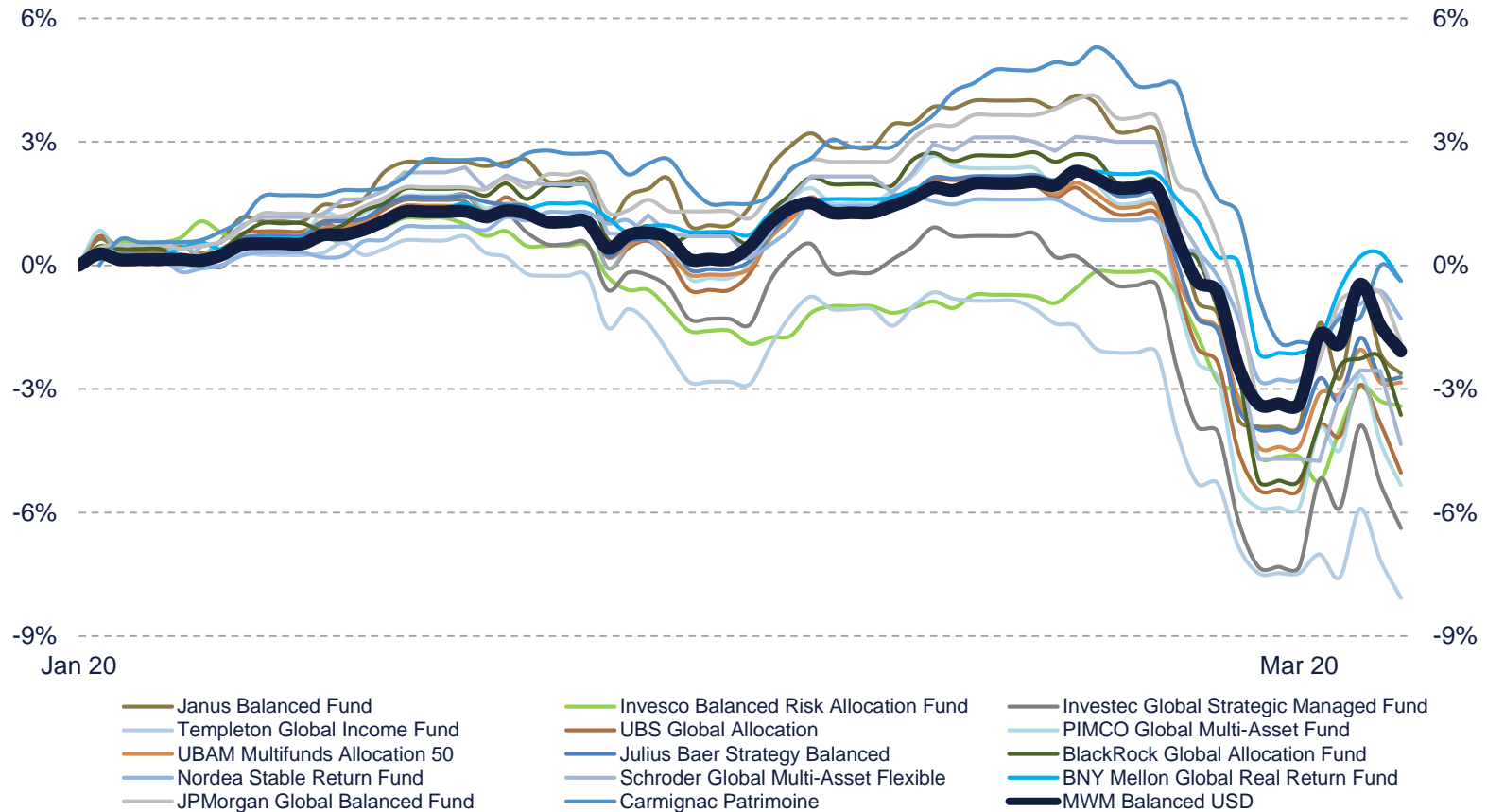


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 12 de marzo de 2020
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **5º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **3º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **1º de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **1º de 15**

¹ A 9 de marzo de 2020
Fuente: Bloomberg

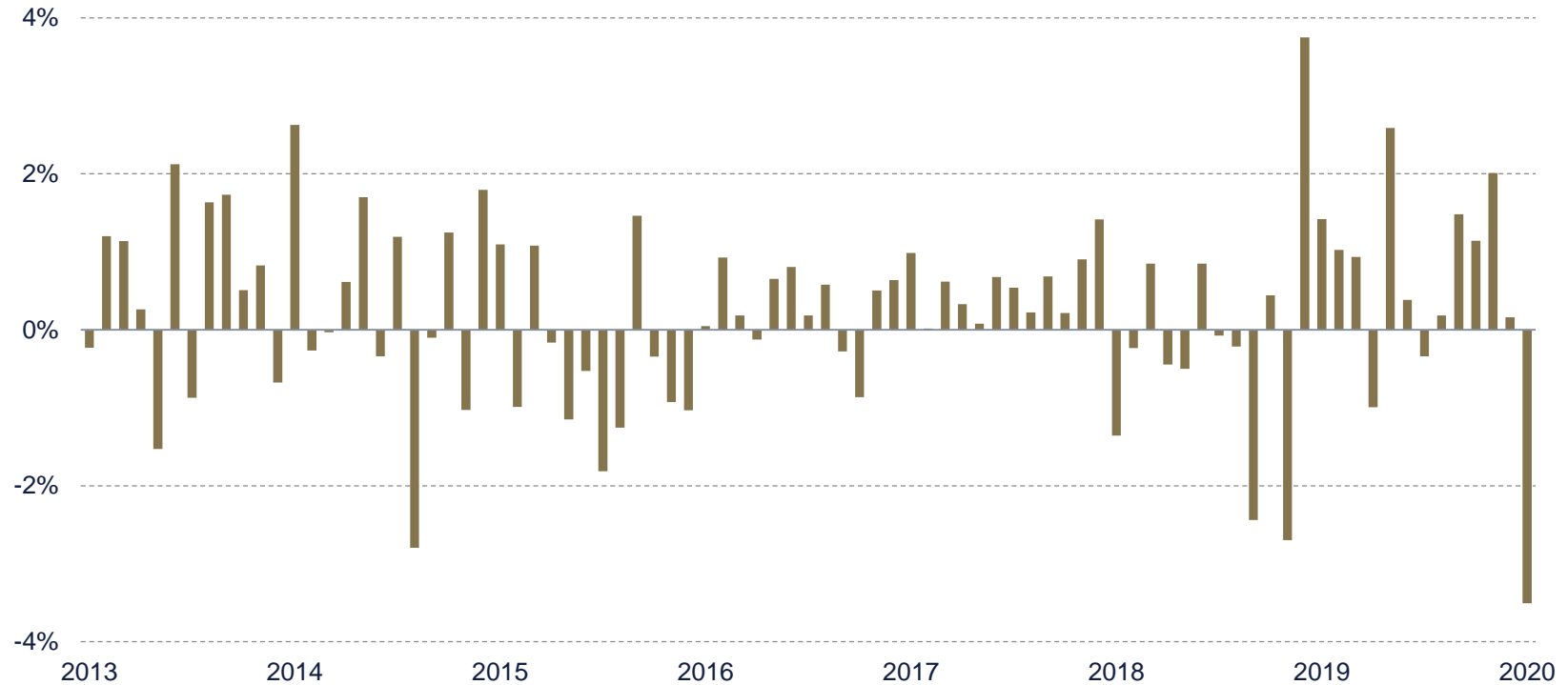
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **-6.41%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **6.95%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **5.79%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **n/a**

¹ A 12 de marzo de 2020

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 1.66%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 7.20%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): 21.01%**

¹ A 12 de marzo 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: 2.56%
 Annual Std. Dev: 3.98%

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.