

Política de inversión

Abril 2020

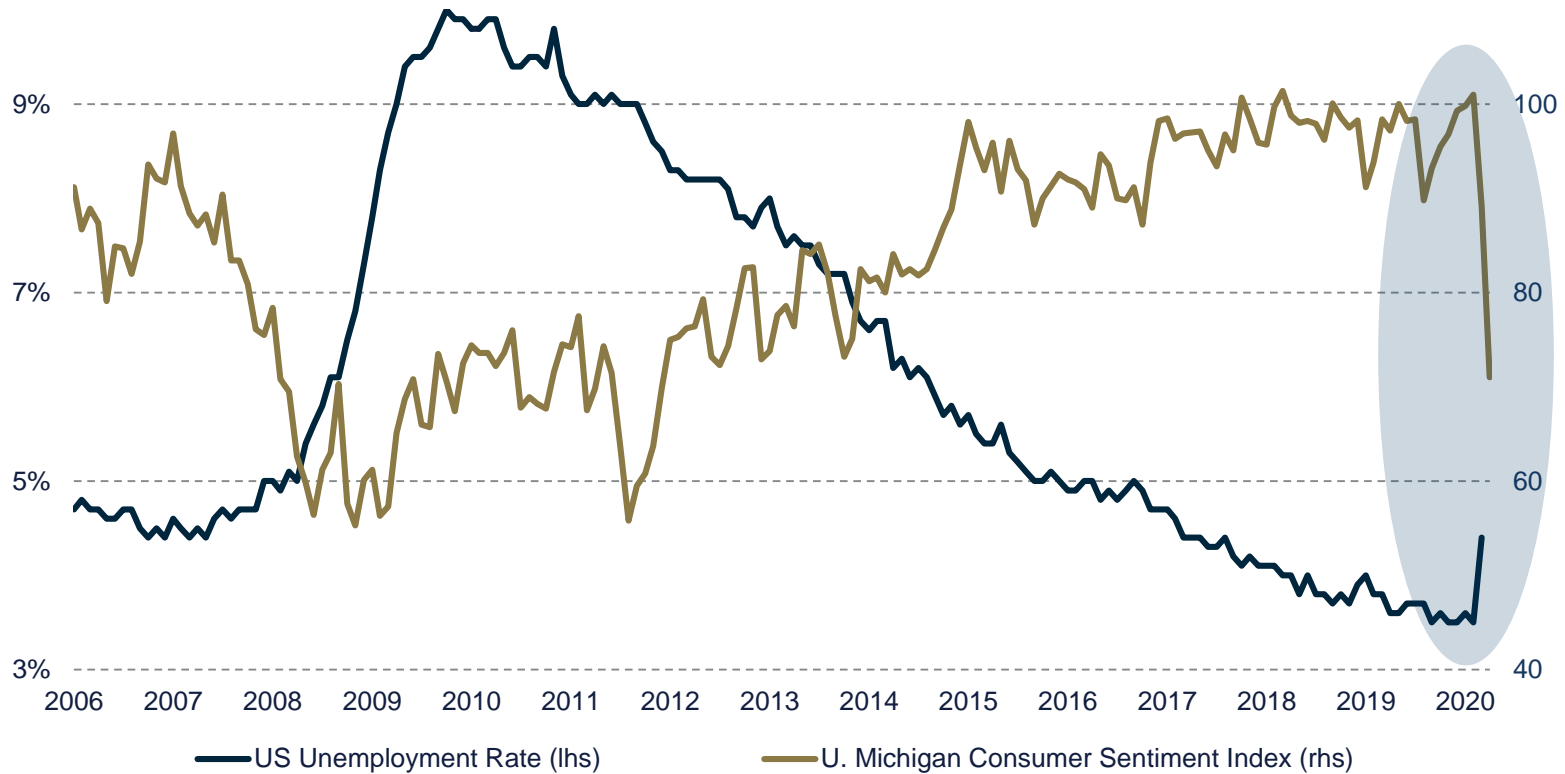
Resumen de mercados – Abril 2020

- El conjunto de medidas de apoyo fiscal y monetario anunciados durante el último mes son de una magnitud sin precedentes, lo que ha contribuido en gran medida a calmar a los mercados. Sin embargo, **permanecen dos grandes incertidumbres**: (1) La **duración e intensidad de la crisis sanitaria** y (2) La **suficiencia y efectividad de los múltiples de estímulos fiscales y monetarios**
- La **interacción entre estas dos incógnitas determinará la forma que tomará la recuperación económica**. Si las medidas son suficientes para proporcionar financiación puente a aquellas partes de la economía que lo necesitan, y el virus está relativamente contenido para el verano, podemos presenciar una **recuperación en forma de "V"**. Si, por el contrario, la pandemia se extiende más de lo esperado y el apoyo de los gobiernos se queda corto, la economía puede caer en una **depresión prolongada en forma de "U"**. Por último, un escenario intermedio sería un camino en **forma de "W"**, que se daría si los brotes se repiten, aunque con una intensidad decreciente, hasta que una vacuna esté lista
- La forma que tome la **recuperación económica** afectará a aquella que sigan los **mercados financieros**, pero ambos **no van necesariamente de la mano**. Dado que cada crisis es única, el pasado nos es de relativamente poca ayuda, pero es inevitable comparar con correcciones similares en el pasado. **La naturaleza temporal de la crisis**, que es nuestro escenario base, y las **valoraciones razonables de las acciones cuando la crisis golpeó**, hablarían de una **recuperación relativamente rápida del mercado de valores**
- En cuanto a los **mercados de crédito**, una vez se disipe la **incertidumbre acerca de qué compañías sobrevivirán a la crisis**, esperamos que la **liquidez mejore y los diferenciales de crédito se reduzcan**. Sin embargo, no contamos con que se recuperen los niveles previos a la crisis, ya que **de ahora en adelante los inversores favorecerán a las compañías con balances sólidos**
- Uno de los pocos **denominadores comunes en todas las crisis** es que, en última instancia, **los activos de alta calidad siempre se recuperan**. Por lo tanto, estamos aprovechando la oportunidad que nos ofrece el reciente repunte del mercado para reorganizar nuestras carteras. Es en momentos de crisis cuando la **disciplina de inversión** es más importante, lo que a veces **implica realizar pérdidas con objeto de mejorar la calidad y la diversificación dentro de las carteras**

Política de inversión

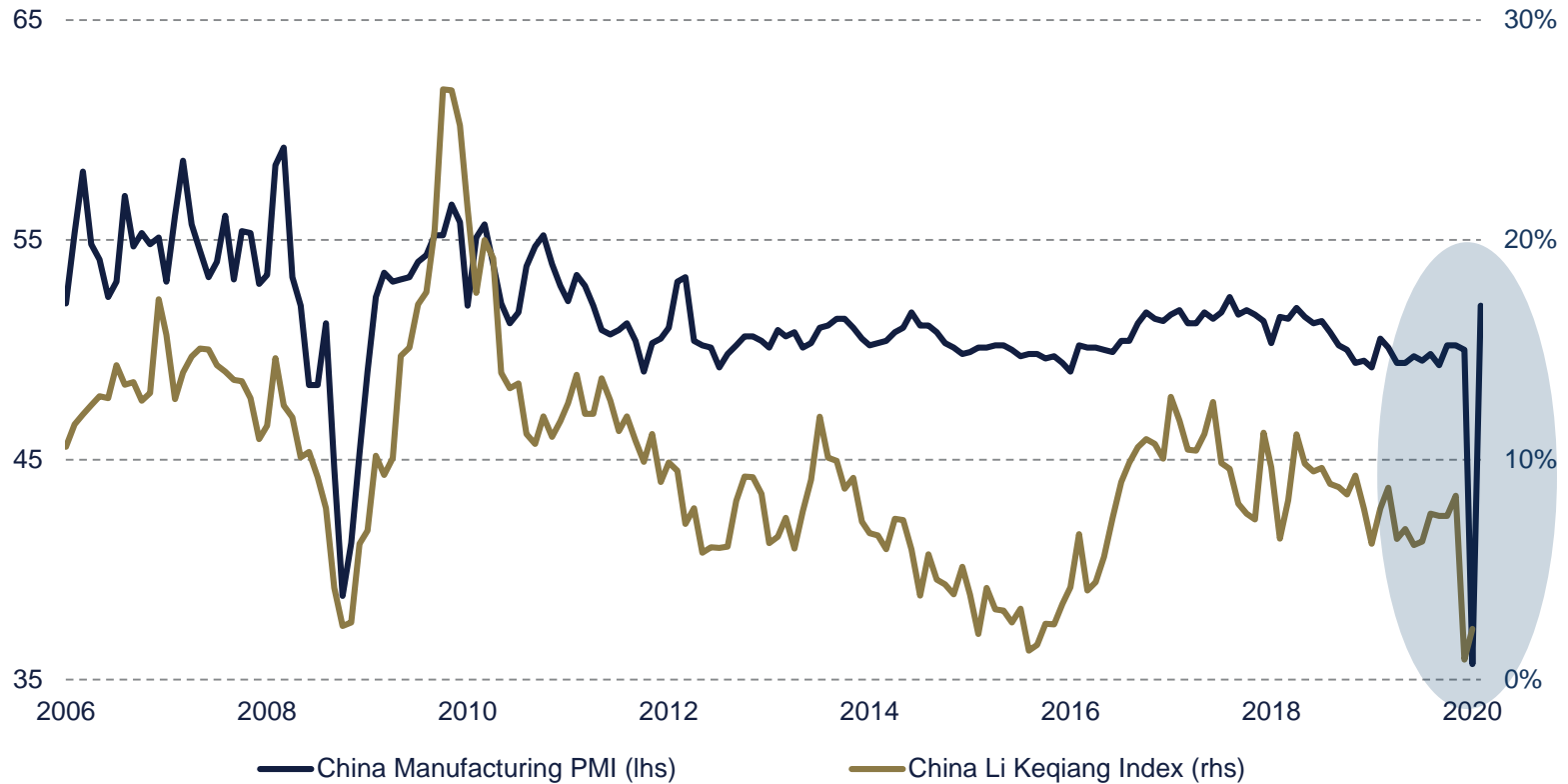
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US		Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en los plazos largos no son atractivos, por lo que preferimos vencimientos más cortos
	Crédito US		Aunque la recesión económica entrante sin duda aumentará el número de quiebras, tanto la deuda corporativa como High Yield ofrecen spreads atractivos en este momento
	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 la dramática corrección experimentada, 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
	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 mercados emergentes, en general, carecerán de la libertad fiscal suficiente para estimular la economía después de la pandemia
	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

Prepararse para el impacto



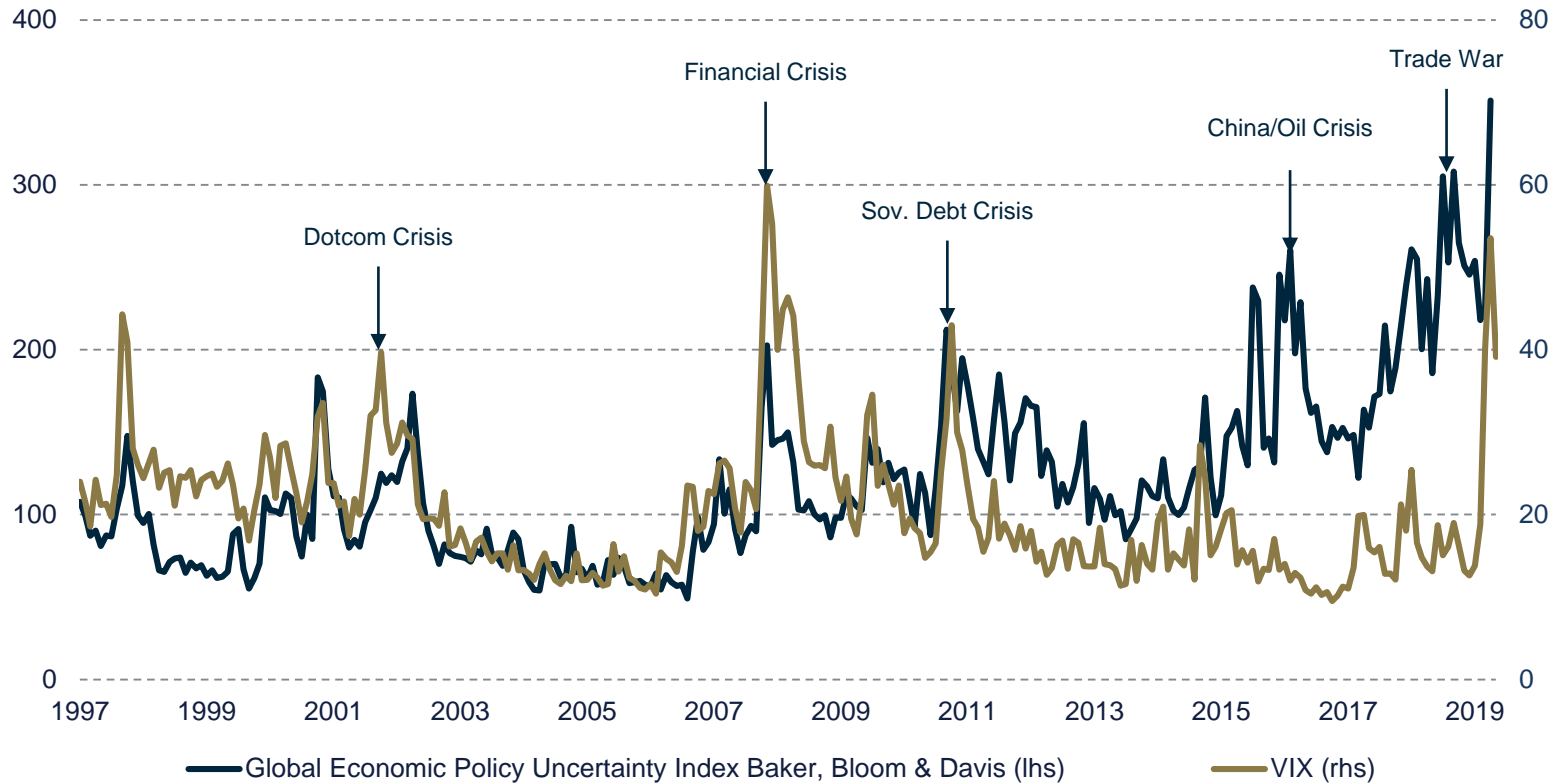
- En los próximos meses vamos a presenciar una **avalancha de desastrosos datos macroeconómicos**, peor que en cualquier otra crisis en el pasado, incluida la Gran Depresión
- La gran pregunta es si el **apoyo monetario y fiscal sin precedentes** hará que la crisis pase a la historia como una especie de "fallo temporal", o si por el contrario se convertirá en una recesión prolongada, o incluso una depresión

¿Demasiado bueno para creer?



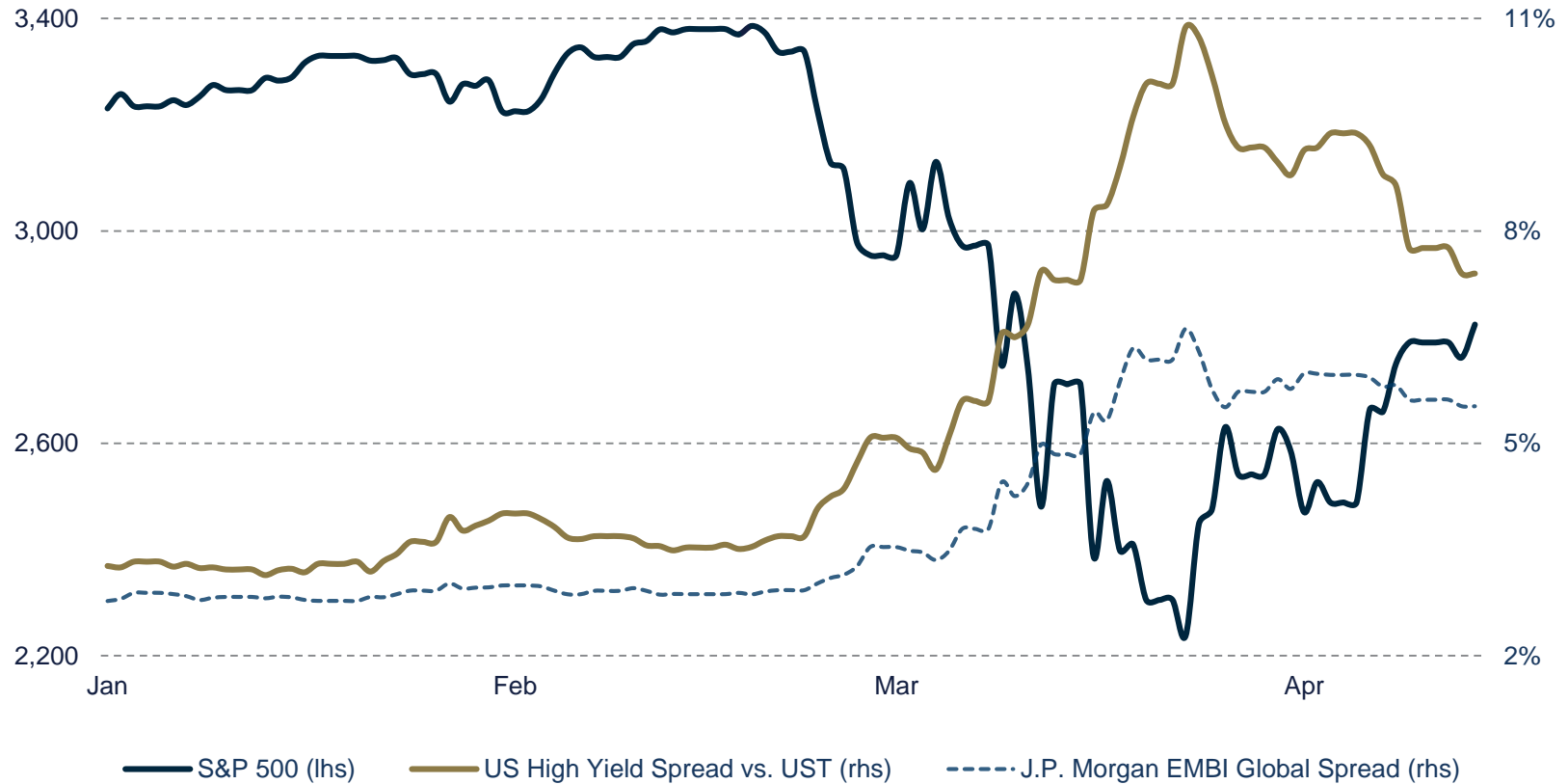
- **La recuperación de China apunta a un repunte muy fuerte en la actividad**, pero tras las dudas generadas por su gestión de la crisis, **la credibilidad del país está en mínimos**
- Además, el hecho de que el resto del mundo estuviese en modo "business as usual" durante el cierre en China, hizo que la economía sufriese únicamente un **shock del lado de la oferta**. Sin embargo, **la contracción global está también causando un shock del lado de la demanda** sin precedentes

¿Demasiado bueno para creer?



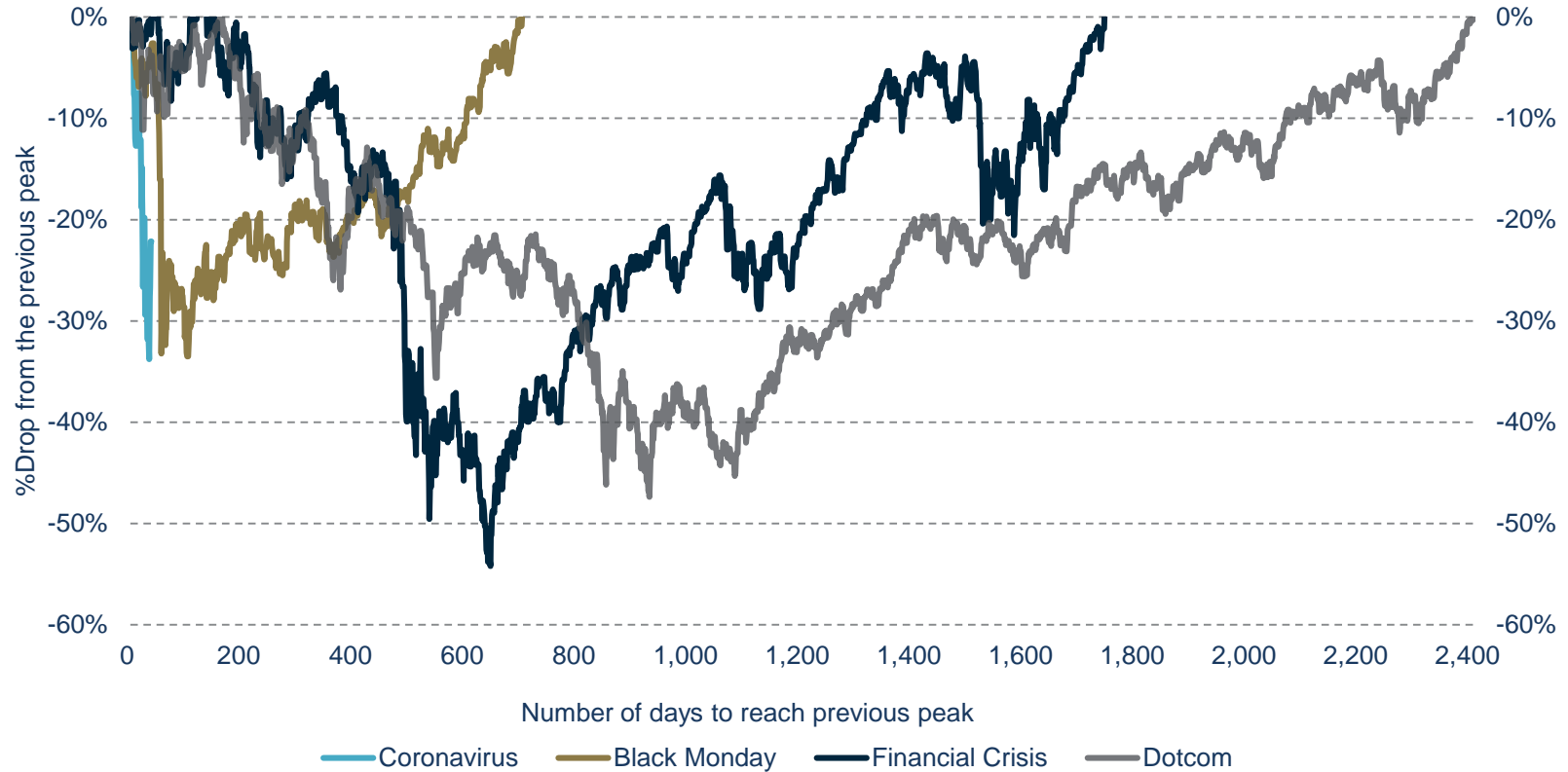
- La decisiva intervención de la Fed ha evitado una crisis de liquidez, pero aún queda por ver si el apoyo fiscal será suficiente para evitar una profunda crisis económica
- Esto depende en gran medida de la evolución del virus y, por lo tanto, existe un grado de incertidumbre económica sin precedentes

Desigual recuperación entre clases de activos



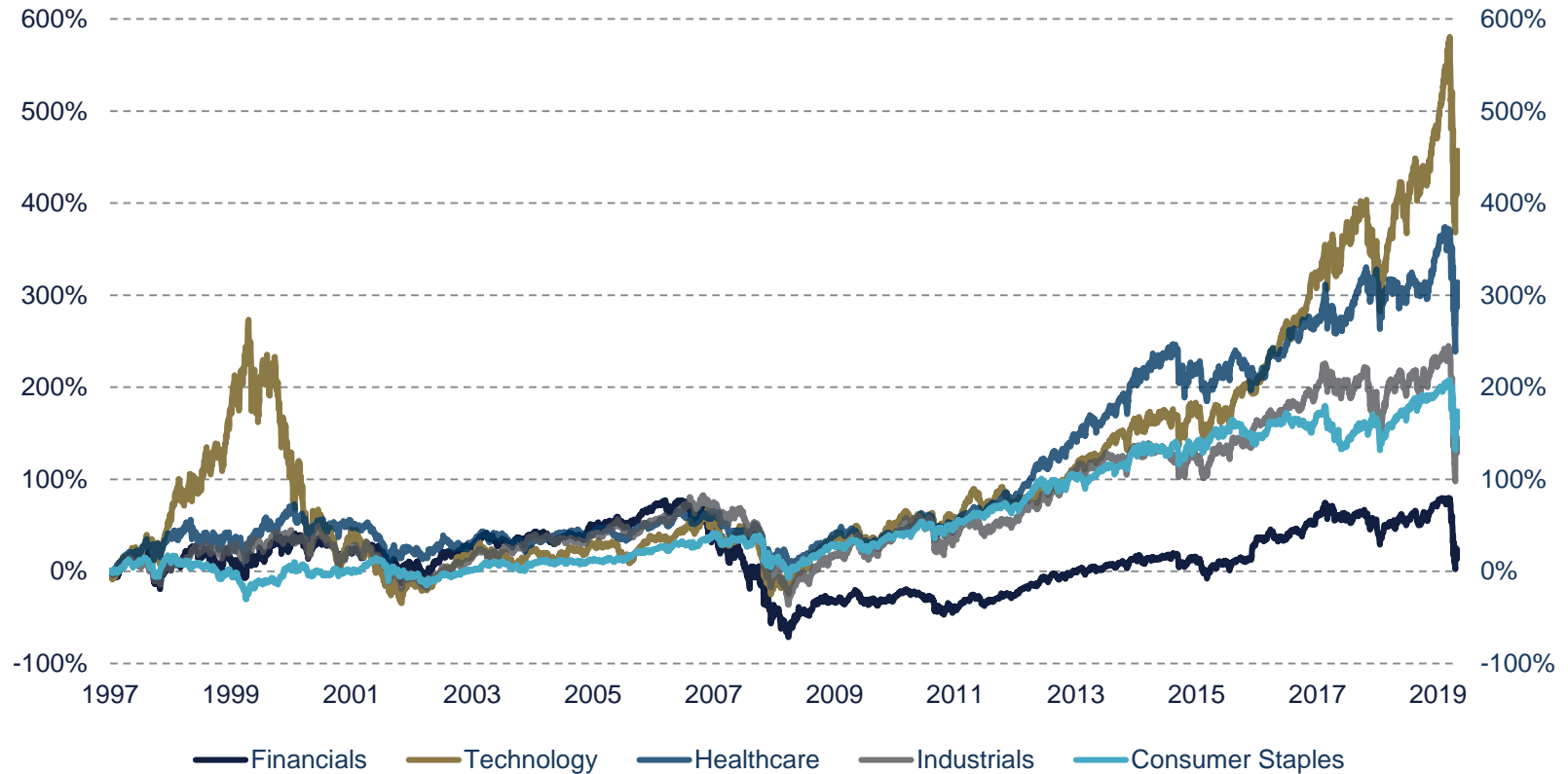
- Mientras que **los mercados de renta variable han recuperado la mitad de las pérdidas** desde que comenzó la crisis, **los mercados de crédito han mejorado de forma menos pronunciada**, especialmente los mercados emergentes
- Además del empeoramiento general de los diferenciales de crédito, **la liquidez de los bonos se ha visto seriamente afectada, con una desproporcionada horquilla de precios entre compra y venta**

Cada crisis es única



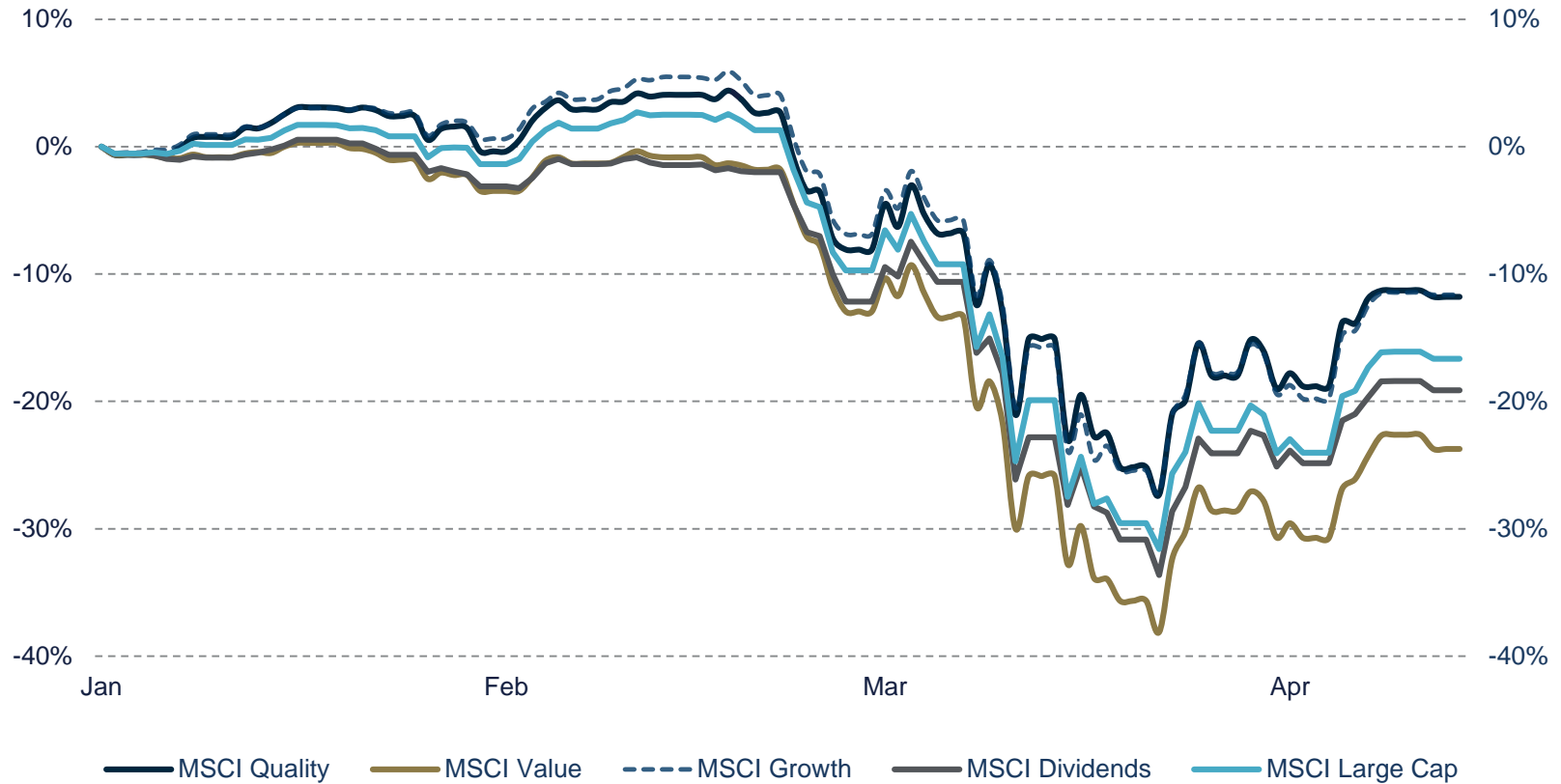
- **Cada crisis es única.** A veces, es el mercado quien causa la recesión (Dotcom), a veces el mercado y la economía caen en tándem (crisis financiera), a veces el mercado se desploma sin razón aparente ("Black Monday")
- Es difícil comparar la crisis actual con cualquier otra del pasado, pero **de aventurar una, la recuperación será algo entre la del "Black Monday" y la crisis financiera.** Contrariamente a la crisis de Dotcom, las valoraciones no se encontraban infladas antes de la crisis, y el ajuste será más rápido

Y afecta a cada sector de forma diferente



- **Cada crisis crea ganadores y perdedores**, y afecta a cada sector de manera diferente
- El mercado, tarde o temprano, siempre se recupera, pero es importante no quedar atrapado en las acciones equivocadas. **La disciplina inversora – la diversificación y, a veces, la realización de pérdidas – es de suma importancia tras una crisis**

La incertidumbre demanda centrarse en la calidad



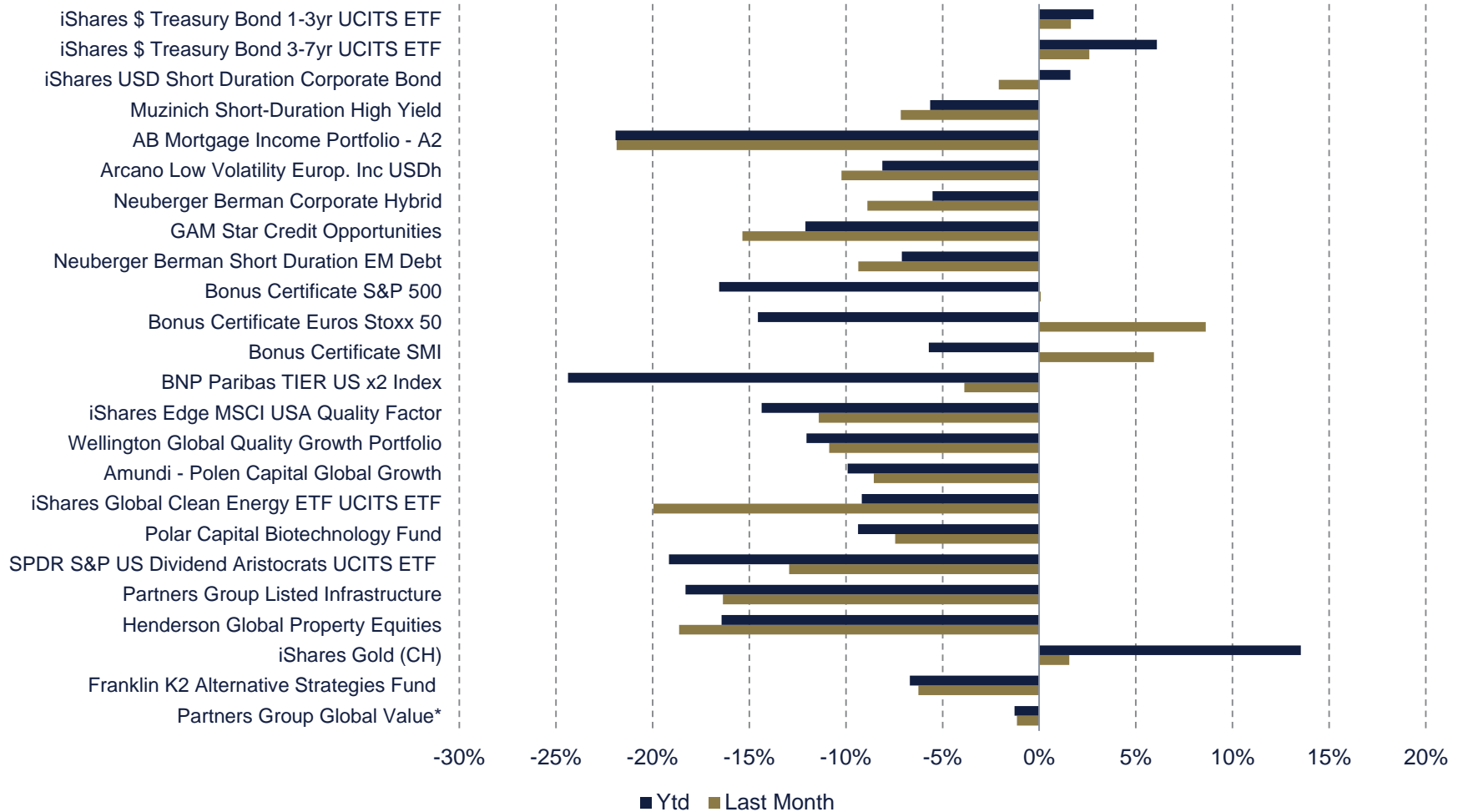
- Del mismo modo, **no todos los factores de riesgo rinden igualmente durante una recuperación**. Una vez más, cada crisis es única, pero **estar posicionados en acciones de calidad debería funcionar razonablemente bien, teniendo en cuenta que sus valoraciones eran muy razonables antes de la crisis**

El dólar movido por la liquidez, no por fundamentales



- La reciente **fortaleza del USD** tiene que ver principalmente con la **búsqueda desesperada de liquidez** desencadenada por la crisis, y no por los fundamentales
- A medida que el mercado se normalice de forma progresiva, **deberíamos esperar un cierto debilitamiento en el USD, más en línea con los fundamentales**. Sin embargo, la amplitud del movimiento estará limitada por **consideraciones acerca del riesgo país, que se ganarán en importancia toda vez que el nivel de deuda aumentará dramáticamente**

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 15 de abril de 2020
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

Escenarios de inversión

	Escenario 1 Recuperación en “U”	Escenario 2 Recuperación en “V”	Escenario 3 Recuperación en “W”
Causas	<ul style="list-style-type: none"> Depresión global causada por la parada repentina sin precedentes de la actividad económica Las cuarentenas se extienden más de lo previsto inicialmente y las restricciones al movimiento y al comercio impiden un retorno normal de la actividad Las medidas de apoyo fiscal resultan insuficientes, y los países con menor latitud fiscal sufren recesiones prolongadas 	<ul style="list-style-type: none"> Recesión global causada por la parada repentina sin precedentes de la actividad económica Las cuarentenas se pueden levantar en gran medida hacia el verano, y la actividad económica se reanuda El apoyo fiscal y monetario permite que la economía se recupere fuertemente, mientras que los bajos tipos de interés hacen que la carga de la deuda sea manejable 	<ul style="list-style-type: none"> Recesión profunda seguida de una recuperación rápida pero fallida Hay un cierto retorno a la normalidad en el verano, pero el regreso del virus en otoño provoca cuarentenas intermitentes hasta que haya una vacuna disponible Los países con una posición fiscal más sólida pueden proporcionar más estímulos y evitar una recuperación en forma de “W”
Impacto de mercado	<ul style="list-style-type: none"> Los diferenciales de crédito siguen siendo elevados. Los bonos soberanos débiles tienen un rendimiento significativamente bajo Los beneficios corporativos no consiguen alcanzar los niveles previos a la crisis, y el rendimiento de las acciones sigue siendo mediocre El crédito soberano y el de alta calidad se benefician por la fuga hacia la calidad, así como por una política monetaria ultra-acomodaticia El USD neutral como ya que la fuga hacia la calidad se ve contrarrestada por los bajos tipos de interés 	<ul style="list-style-type: none"> Las acciones se aprecian moderadamente, ya que la falta de alternativas atrae a los inversores a los mercados bursátiles, pero existe una amplia dispersión entre los sectores Los diferenciales de crédito se mantienen ajustados pero no recuperan los niveles previos a la crisis, ya que los inversores favorecerán a las empresas con balances sólidos Amplia dispersión tanto entre los bonos soberanos, como en monedas, ya que las curvas de tipos probablemente se empinarán a medida que los gobiernos inunden el mercado con deuda 	<ul style="list-style-type: none"> Gran dispersión en los mercados tanto de renta variable como de crédito Los diferenciales de crédito se mantienen elevados dado que el número de bancarrotas aumenta Amplia dispersión tanto entre los bonos soberanos, como en monedas, ya que las curvas de tipos probablemente se inclinarán a medida que los gobiernos inunden el mercado con deuda Un dólar relativamente fuerte a medida que la economía de los EE.UU. deja atrás la crisis antes. El euro puede padecer un remake de la crisis de la deuda soberana
Probabilidad	20%	50%	30%

Catalizadores a corto plazo

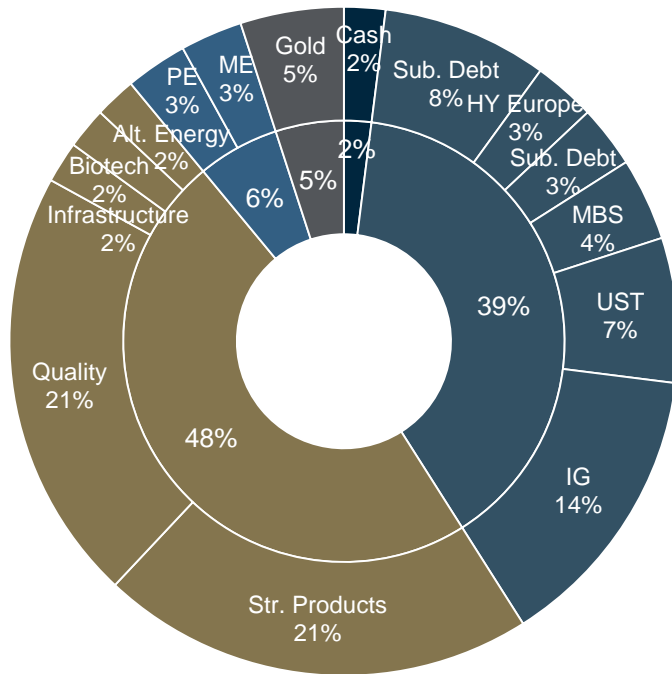
Desaceleración en infecciones, vacunas o tratamiento para el coronavirus, aumento en la infraestructura hospitalaria

Otros riesgos

Guerra comercial (II), auge de populismo y nacionalismo, implementación del Brexit, conflicto con Irán o Corea,

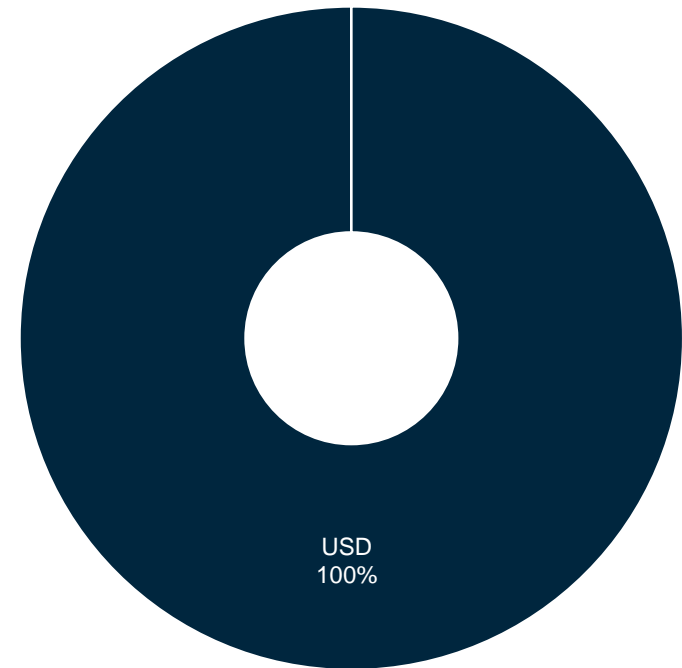
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



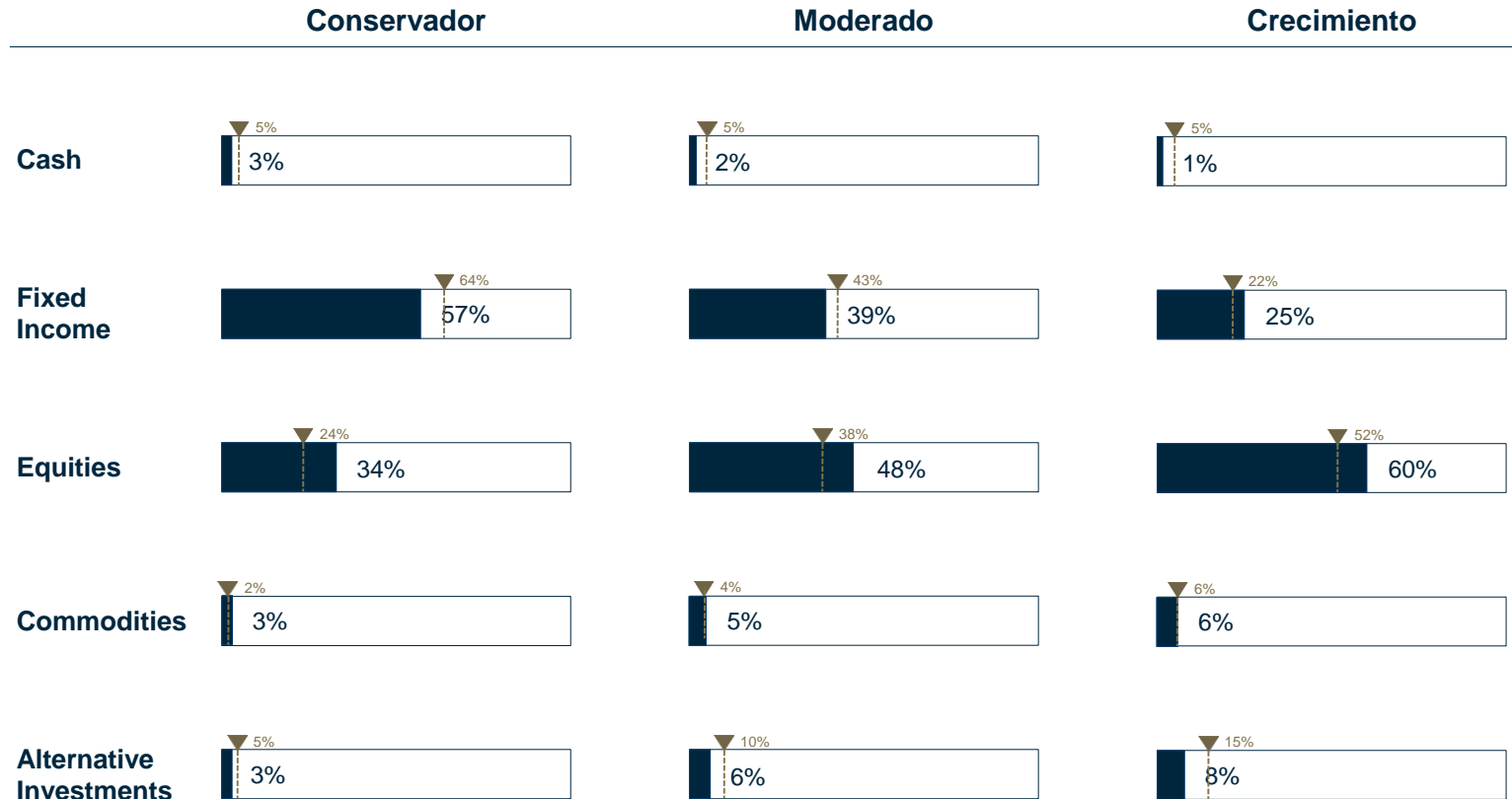
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



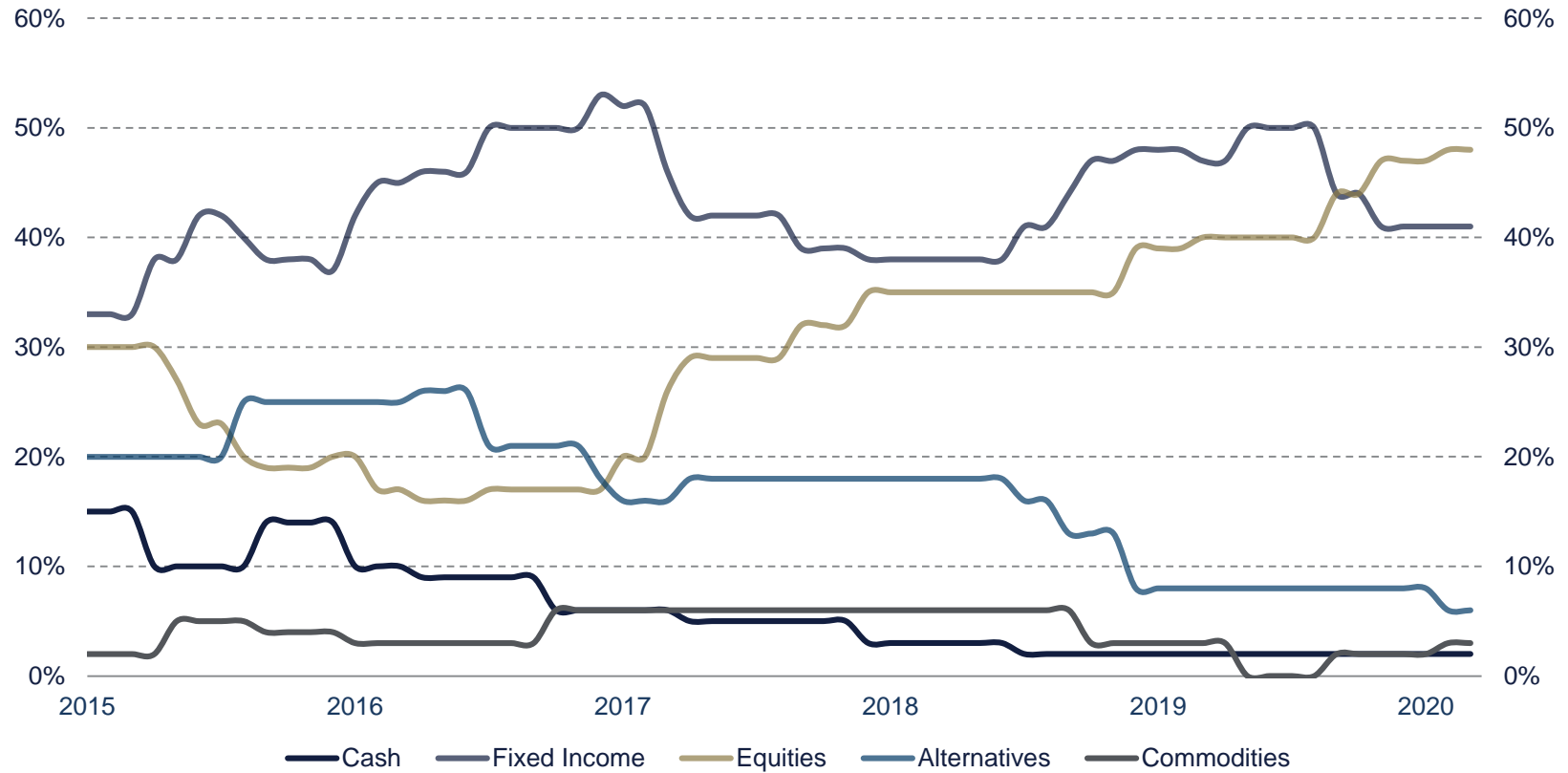
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

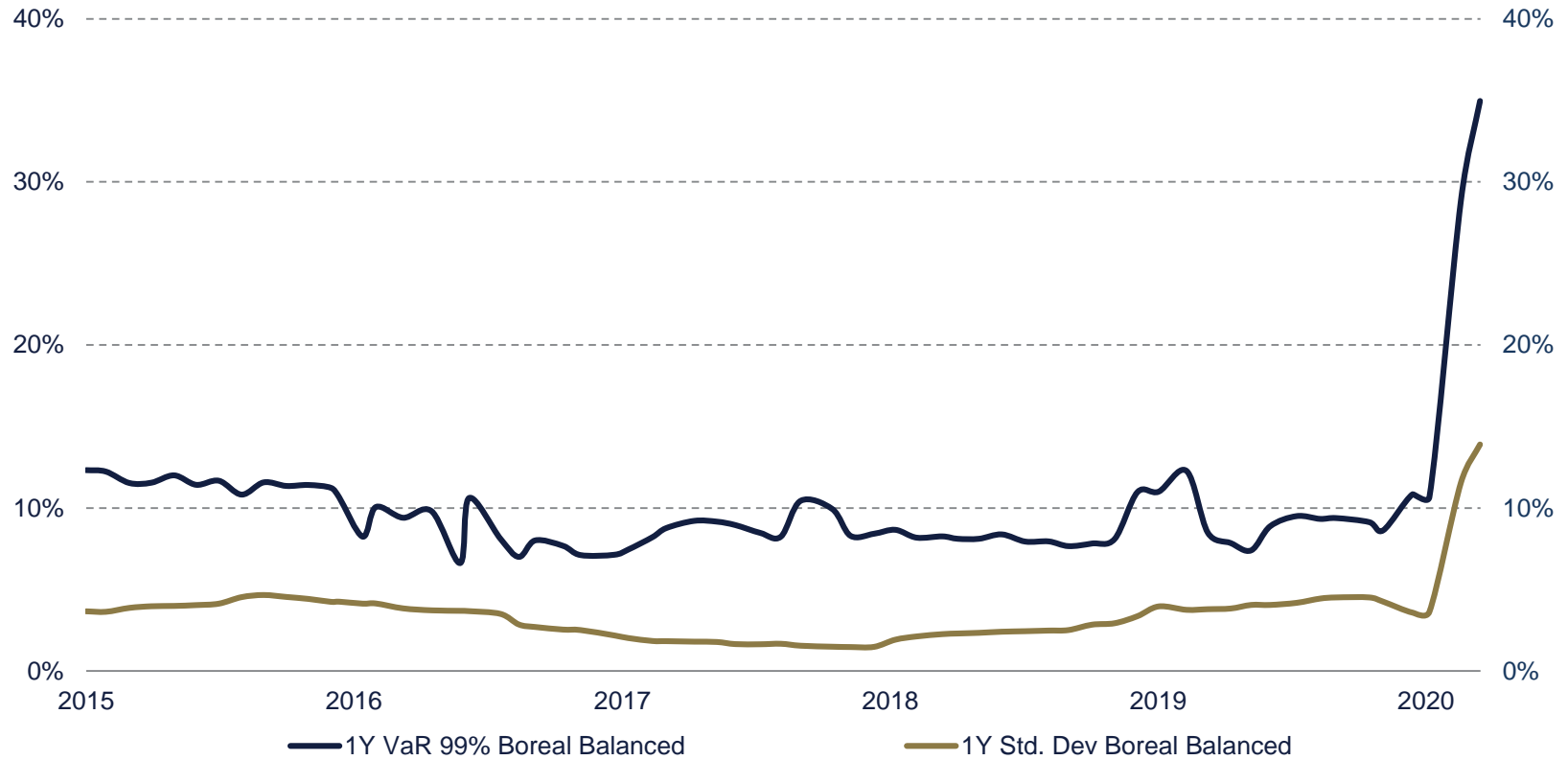


▼ Asignación de Activos Estratégica

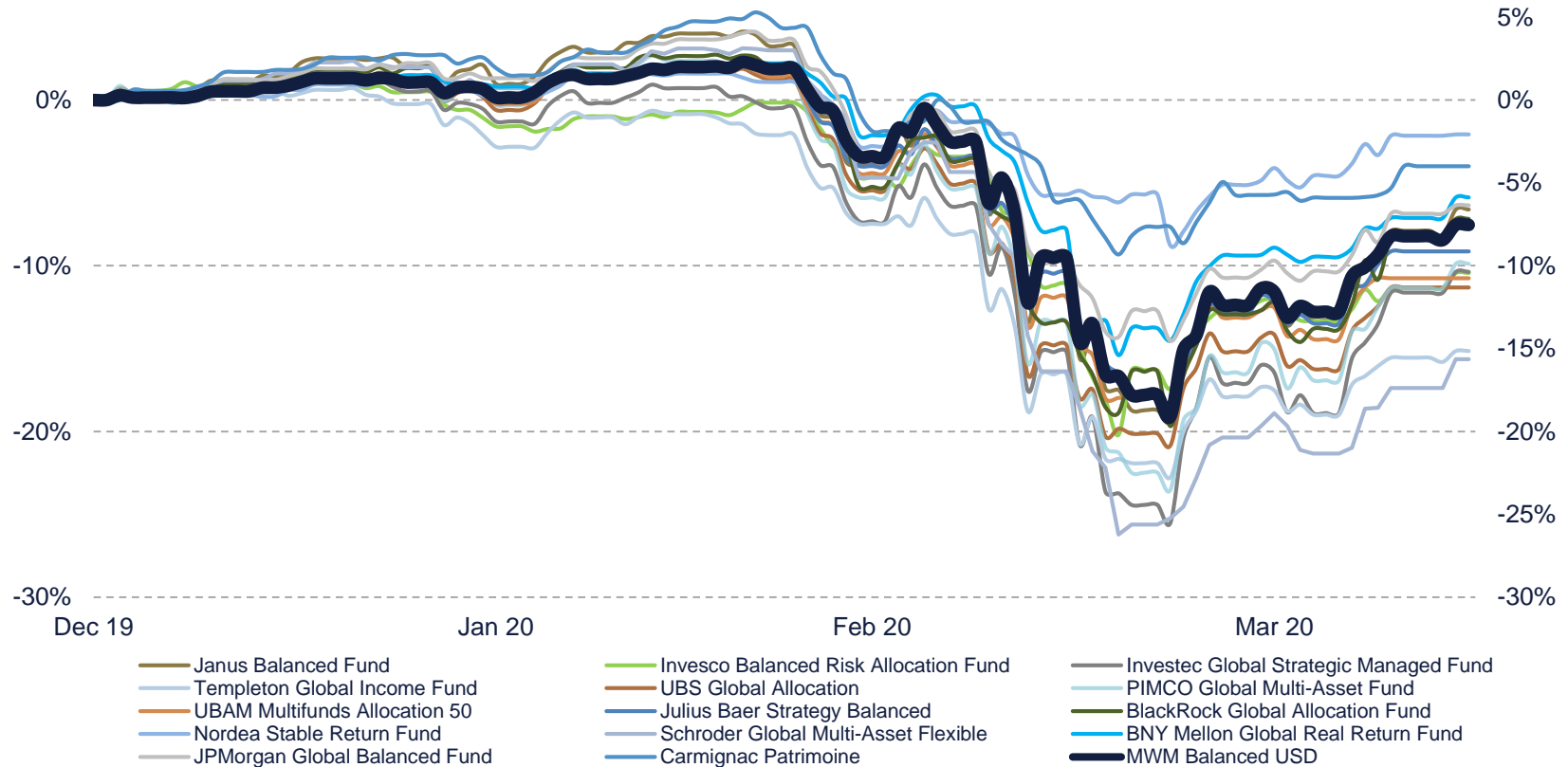
Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos



Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **6° de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **13° de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3° de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **n/a**

¹ A 15 de abril de 2020
Fuente: Bloomberg

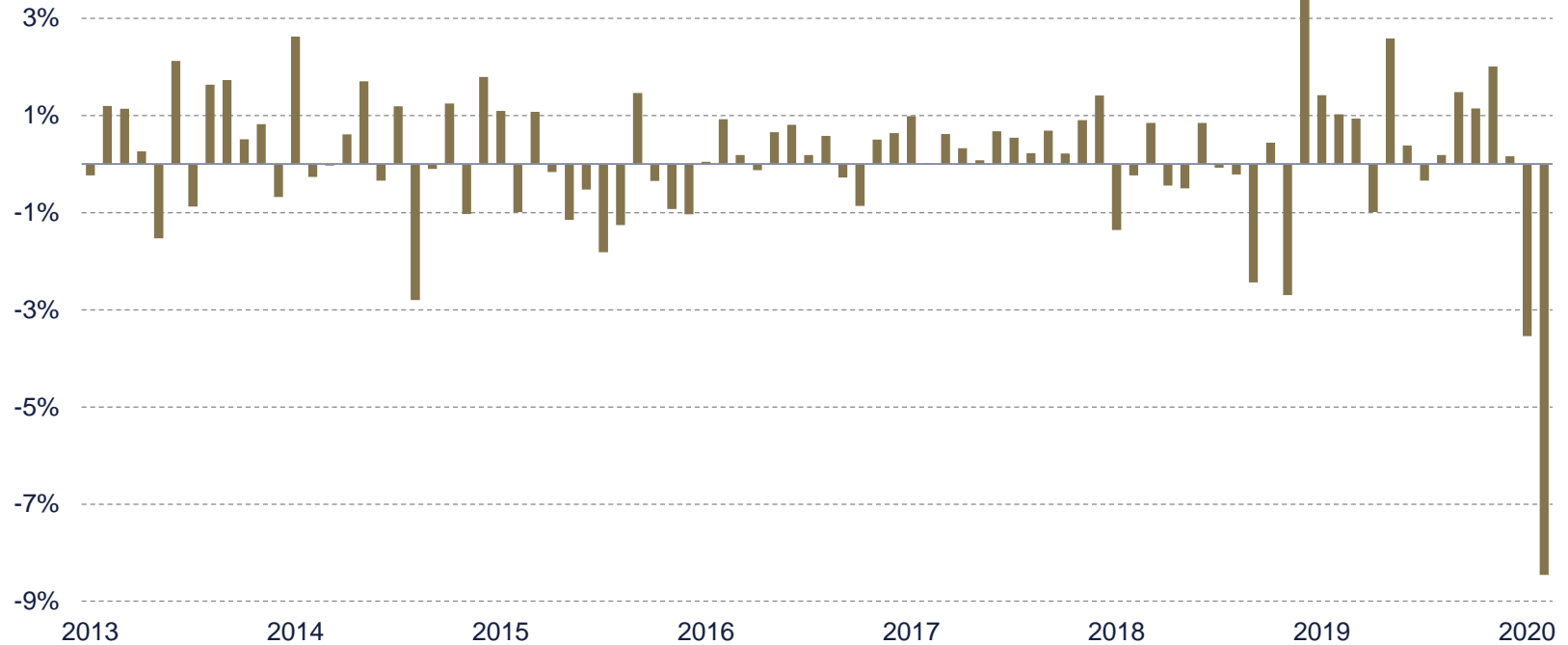
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **-7.19%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **25.42%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **15.03%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **n/a**

¹ A 15 de abril de 2020

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta** (1 año¹): **-0.77%**
- **Rentabilidad absoluta** (3 años¹): **5.53%**
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2012¹): **20.57%**

¹ A 15 de abril 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%	-7.19%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	25.42%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	-0.84

Annual Return: 2.54%
Annual Std. Dev: 5.98%

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.