



Política de inversión

Junio 2020

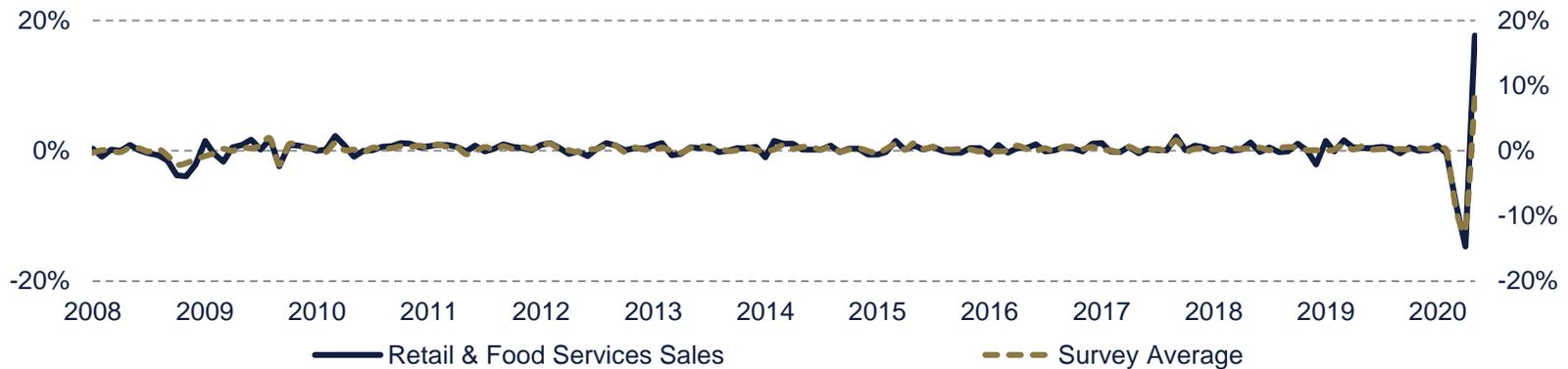
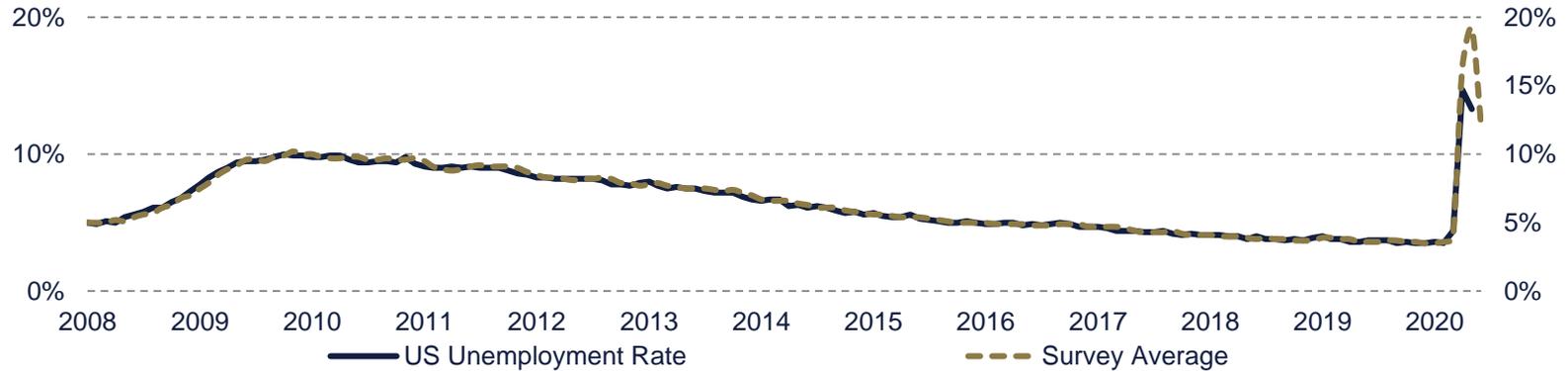
Resumen de mercados – Junio 2020

- Después de una larga serie de descorazonadores datos macroeconómicos causados por una parada repentina de la economía mundial, estamos presenciando una reversión igualmente acusada. **Los datos de empleo, confianza y consumo apuntan a la tan ansiada recuperación económica en forma de "V"**
- Esto es el resultado de unos **estímulos fiscales y monetarios coordinados de un tamaño y alcance sin precedentes**. Con los países retornando progresivamente a la normalidad, y la pandemia aparentemente bajo control, **el escenario más optimista parece estar materializándose**
- A pesar de las sorpresas positivas, **nos enfrentamos a una recesión segura, y aún existe una gran incertidumbre sobre el daño económico** que sufrirán tanto países, como empresas e individuos. La aparente **desconexión entre los precios de los activos y la terrible realidad económica** sólo puede explicarse por la **cuasi-certeza de que los tipos de interés seguirán en mínimos** en el futuro próximo
- La recuperación del mercado desde los mínimos está ofreciendo a los inversores una **oportunidad única para reposicionar sus carteras**. Recomendamos **mejorar la diversificación y pivotar hacia activos de alta calidad**, tanto en renta variable como en renta fija. Aunque las empresas de calidad parezcan más caras, éstas ofrecen más protección frente a escenarios de recuperación menos benignos, y además brindan mejores perspectivas de crecimiento a largo plazo
- En cuanto al mercado de divisas, la acción decisiva de la Fed parece haber eliminado por completo la posibilidad de una crisis de liquidez. **Con el mercado monetario volviendo a la normalidad, el dólar está volviendo a cotizar guiado por los fundamentales**. Estos últimos apoyan un **debilitamiento del dólar en línea con unos menores diferenciales de tipos de interés**. Lo cual también tendrá un efecto positivo en los mercados financieros, ya que lleva consigo una mayor relajación de las condiciones financieras a nivel global

Política de inversión

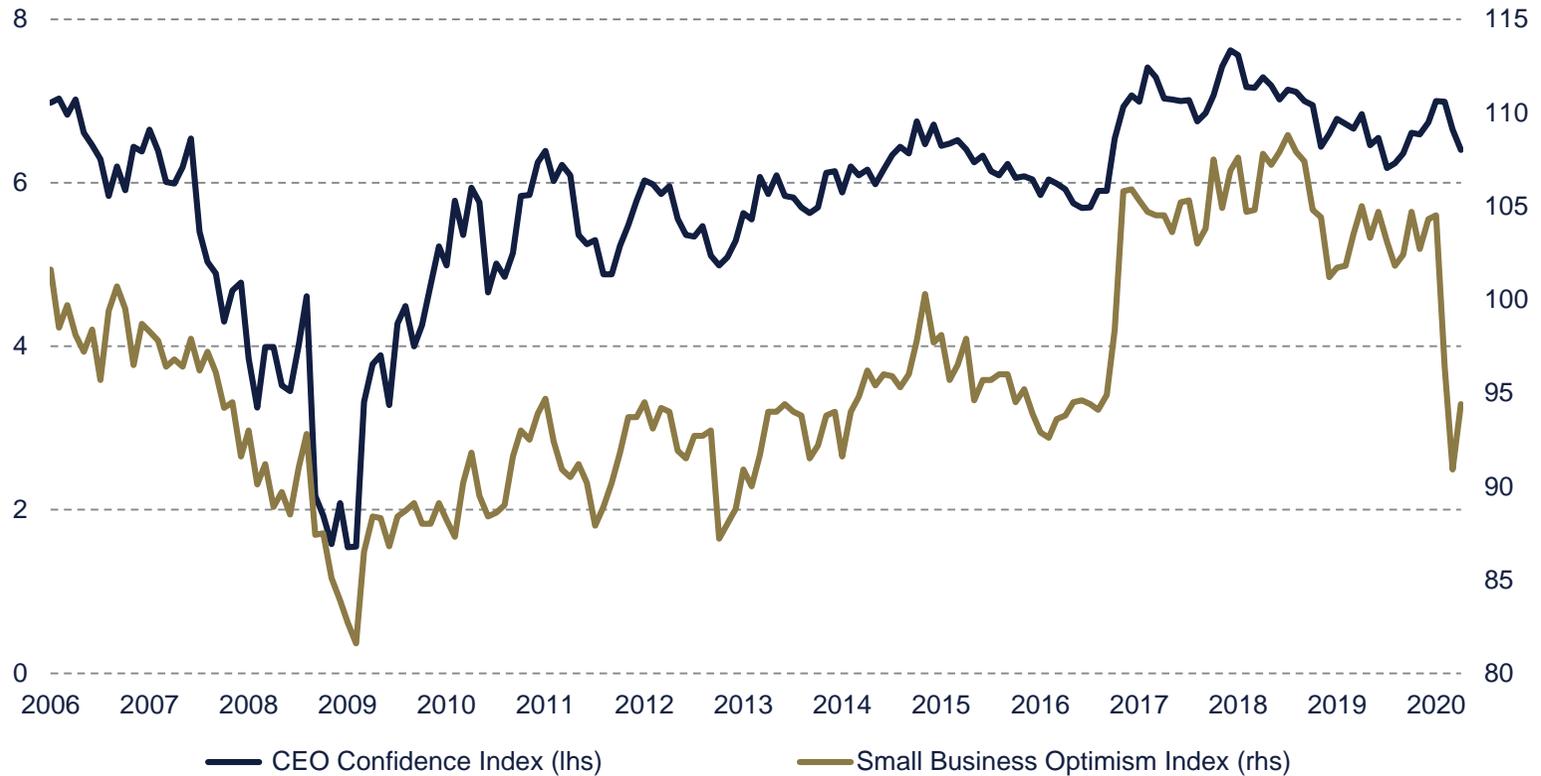
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US		Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en los plazos largos no son atractivos, por lo que preferimos vencimientos más cortos
	Crédito US		La recesión económica entrante conllevará sin duda un aumento en el número de quiebras corporativas. Aunque los diferenciales de crédito reflejan ya este riesgo, favorecemos Investment Grade frente a High Yield
	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 e Investment Grade
	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		La economía europea se ha visto más afectada por el Covid que la de los EE.UU. o Asia. Relanzarla requerirá un mayor esfuerzo fiscal, que tendrá que ser financiado por nueva deuda. Existe riesgo de una nueva crisis de deuda soberana
	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, biotecnología y Energías Alternativas
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

La expansión ha muerto, larga vida a la expansión!



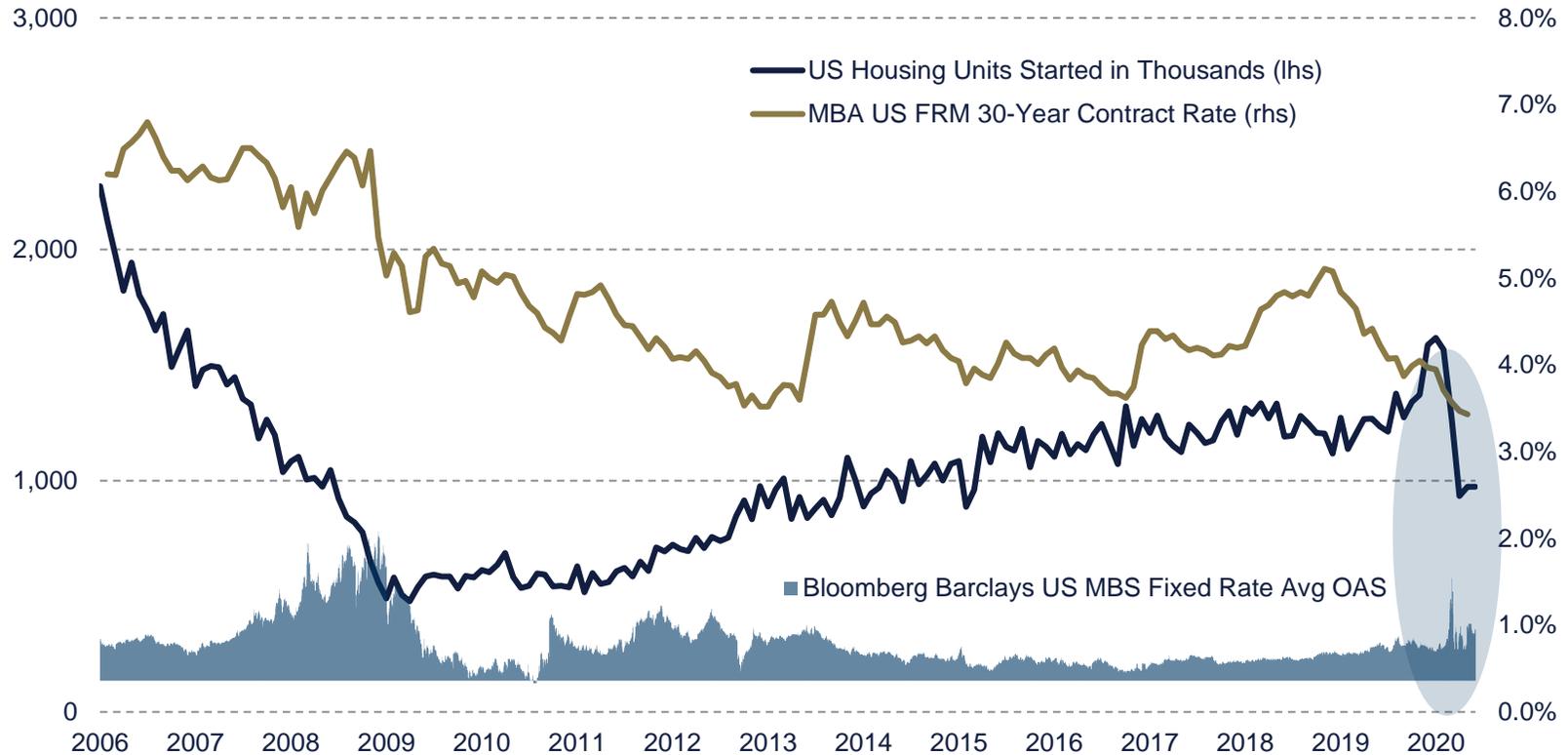
- La **expansión económica más larga (128 meses) ha finalizado oficialmente**. El NBER declaró recientemente que Estados Unidos entró en recesión en febrero, con el PIB del primer trimestre hundiéndose un -5%
- Sin embargo, igual de repentino que ha sido el final de la expansión económica, ahora **estamos viendo alentadores datos indicando que la esperada recuperación "en forma de V" ha comenzado**

Moderado optimismo



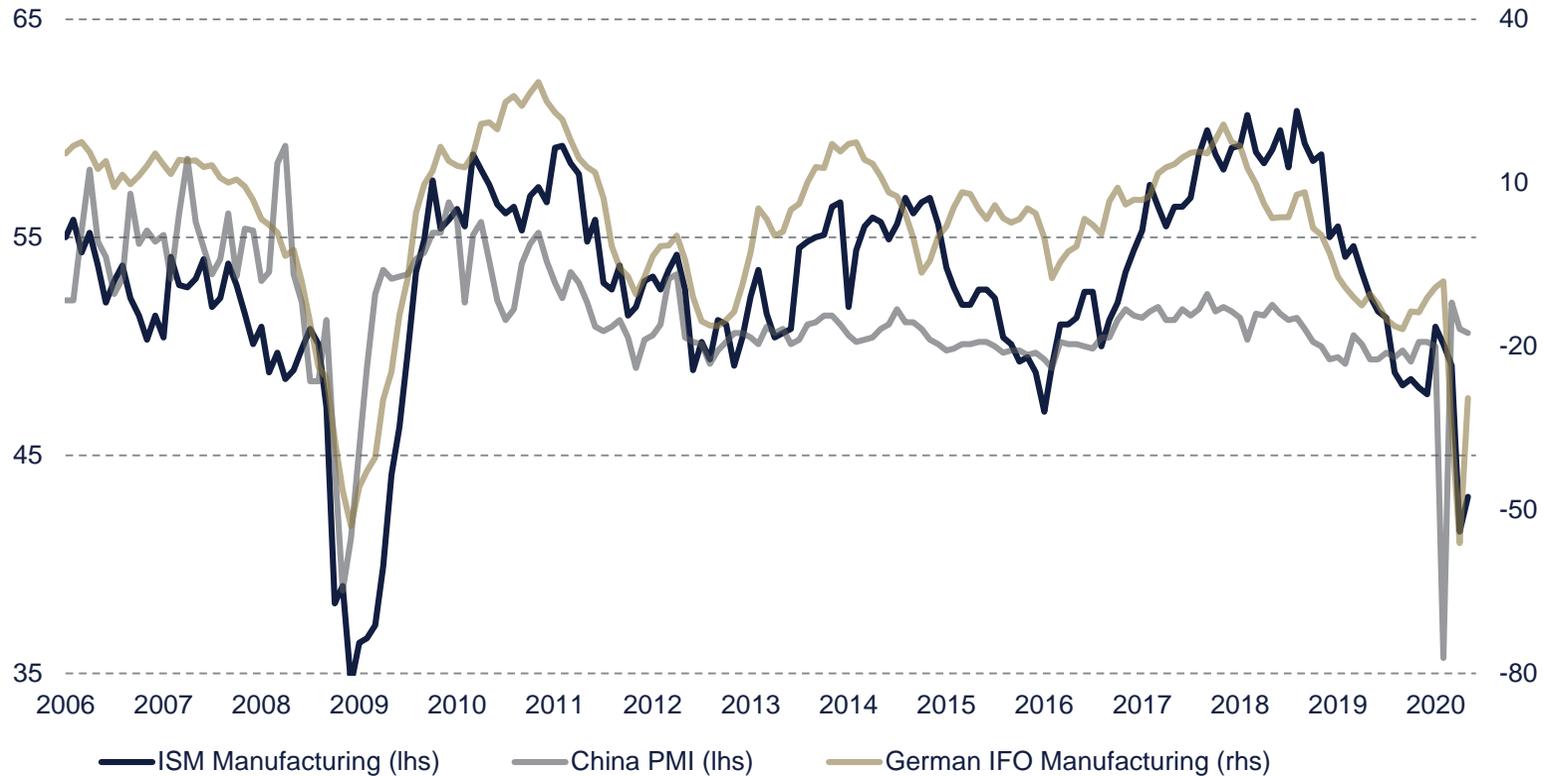
- **Los agentes económicos han reaccionado de una manera relativamente tranquila**, a pesar de la magnitud del cráter económico que se abría ante sus ojos
- Las medidas de apoyo han ayudado a mantener las **expectativas de que estábamos atravesando una especie de “parón temporal”**, y que la economía retornaría a la normalidad una vez terminada la pandemia

Políticas fiscal y monetaria actuando en tándem



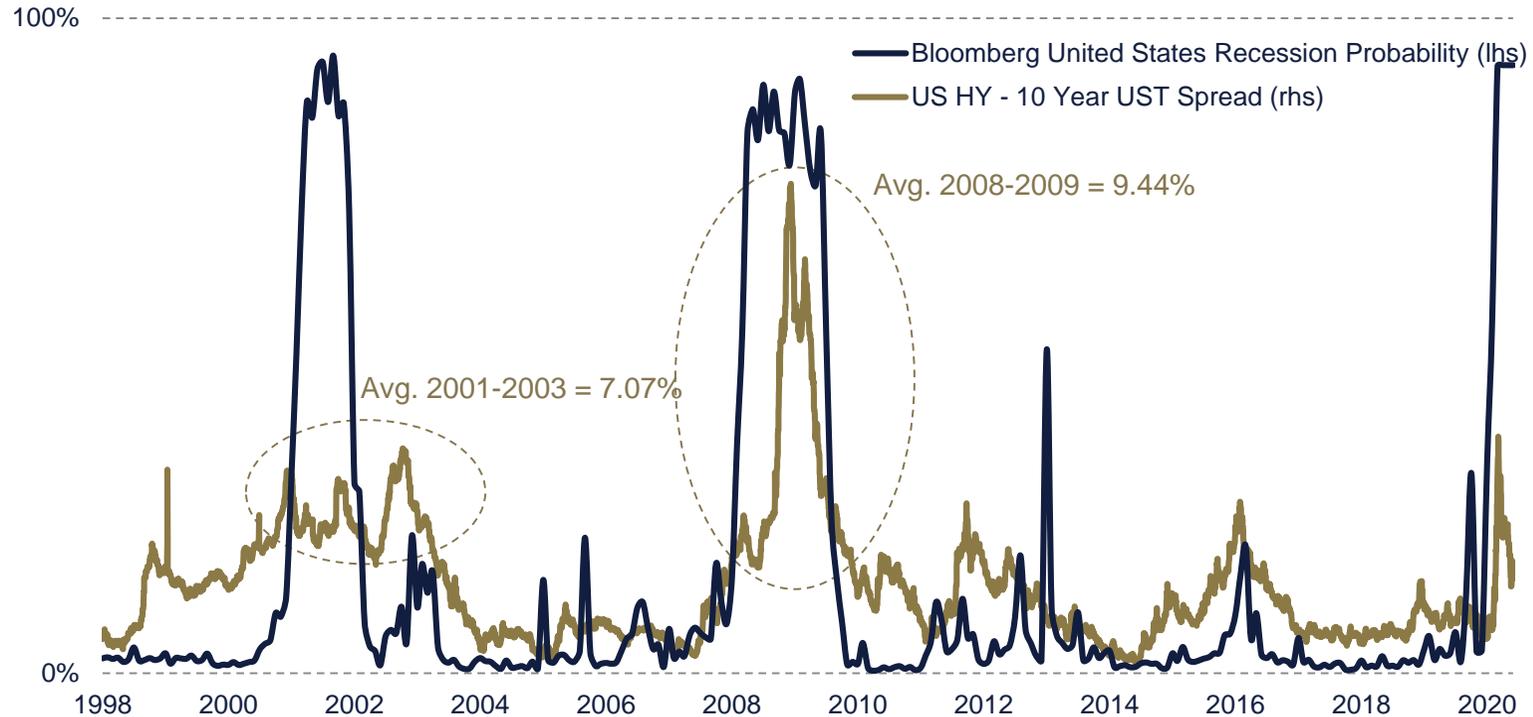
- Las lecciones aprendidas durante la crisis de 2008, unidas a la simetría del shock y la ausencia de cualquier "riesgo moral", han fomentado una **respuesta fiscal y monetaria coordinada**. Esto ha resultado **crítico para limitar la magnitud de la actual crisis**
- **Un buen ejemplo es el mercado de la vivienda**, donde una combinación de aplazamientos en los pagos de alquiler, recortes de tipos de interés, e inyecciones de liquidez, están contribuyendo a evitar una crisis inmobiliaria

¿Estímulo suficiente para arrancar, o para despegar?



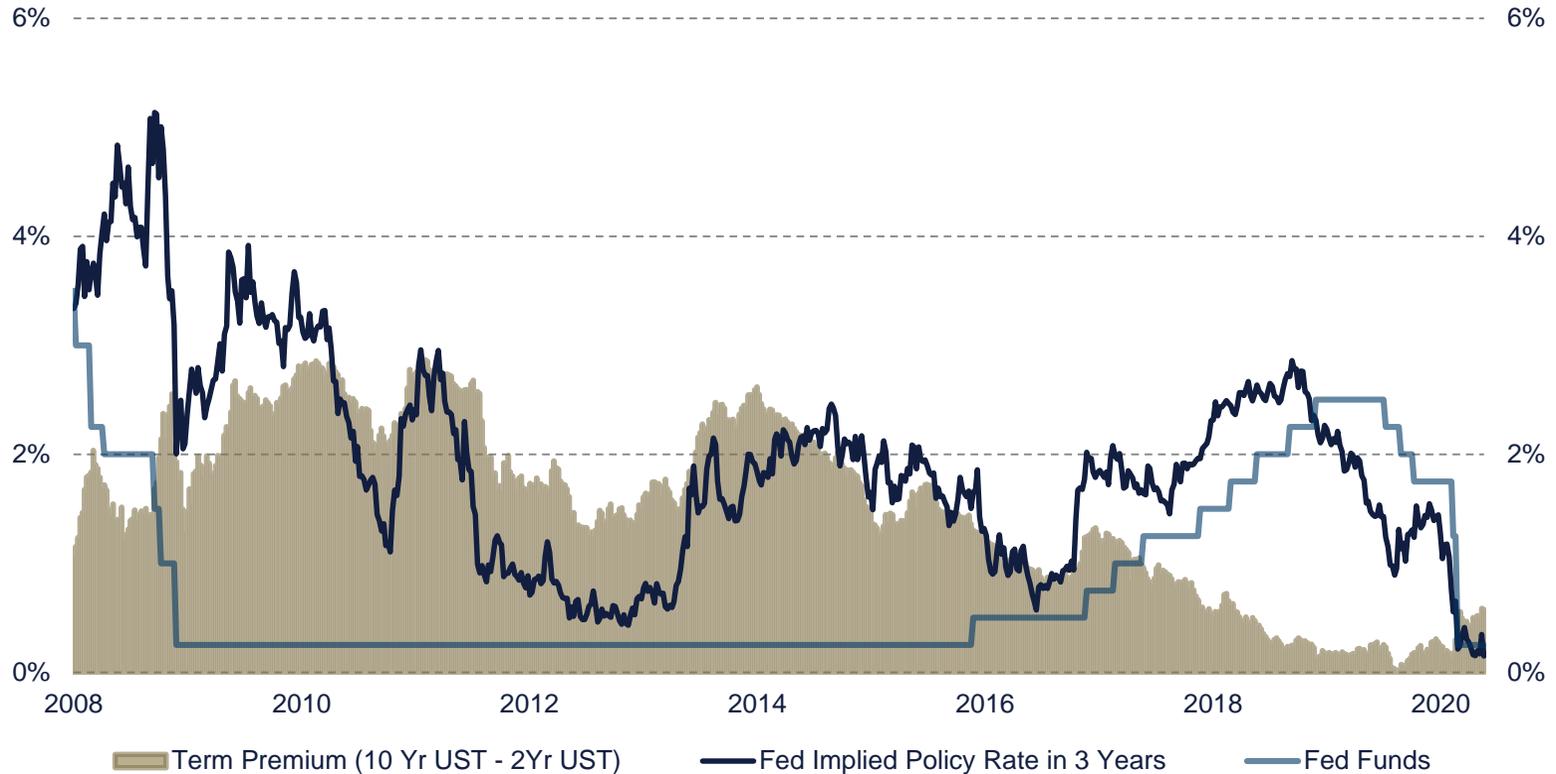
- Sin embargo, a pesar de la evolución positiva de todos los indicadores macroeconómicos, **queda por ver hasta qué punto la economía volverá a la normalidad**
- Puede suceder que la economía se recupere parcialmente, sin conseguir sostener una expansión ulterior. Pero también puede ocurrir que los enormes estímulos fiscales y monetarios pongan a la economía en una trayectoria de crecimiento más fuerte que antes de la crisis

¿Ignoran los precios de los activos la recesión?



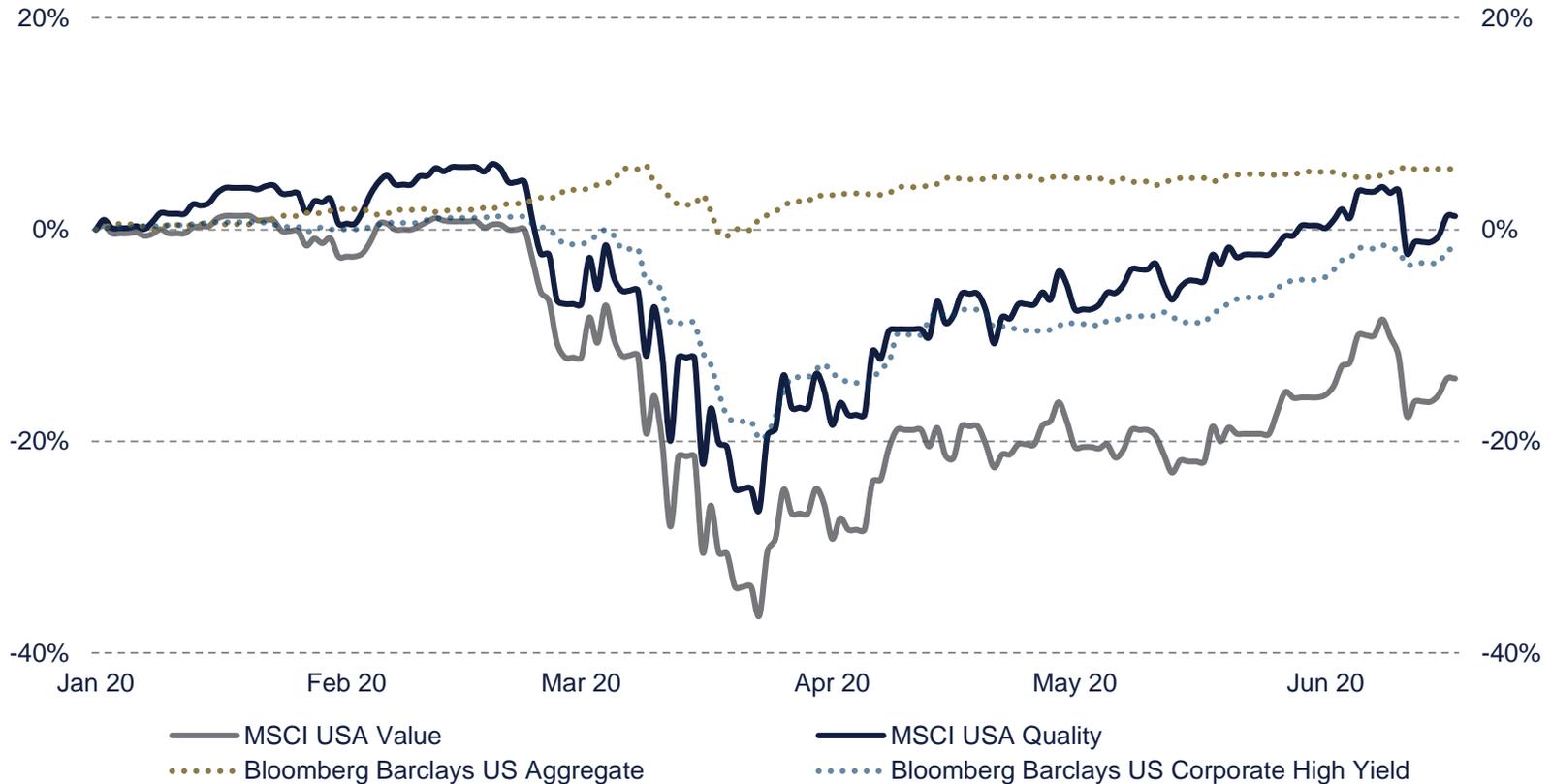
- Parece existir una **desconexión entre los precios de los activos y el estado actual de la economía**
- Los mercados financieros parecen estar valorando los activos como si la crisis fuera un fenómeno temporal. Sin embargo, el nivel de incertidumbre sigue siendo muy alto, y **las valoraciones son mucho más altas que en anteriores períodos de debilidad económica**

“Cero absoluto” en los tipos de interés



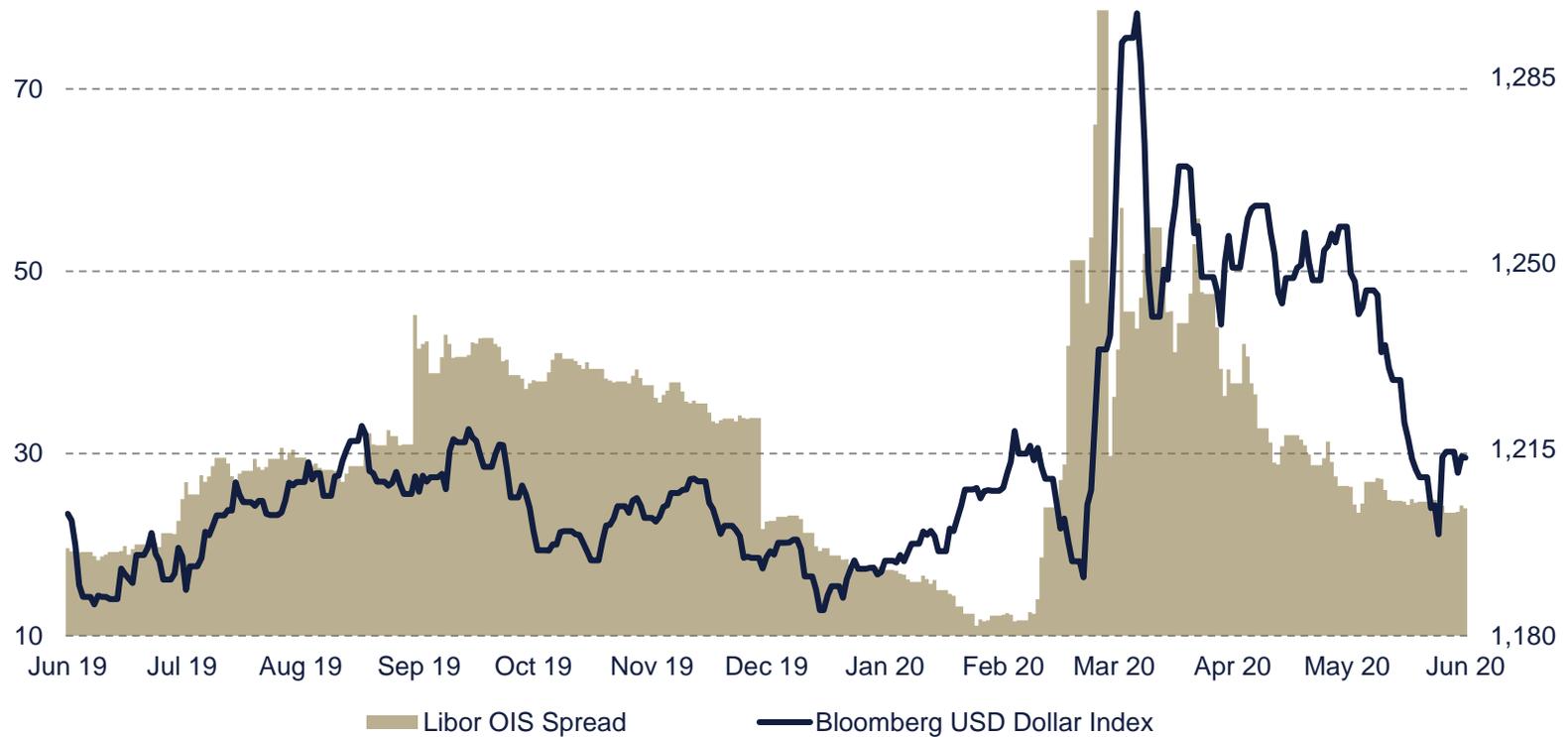
- La explicación de la aparente desconexión entre los mercados y la economía radica en las **expectativas acerca de la evolución de los tipos de interés**
- Con los **tipos de interés cercanos a cero en los años venideros, y con una prima temporal en mínimos** – dado que la Fed probablemente se embarcará en el control de la curva de tipos – el valor de cualquier activo que genere rendimientos debería aumentar

Es el momento de mejorar en calidad



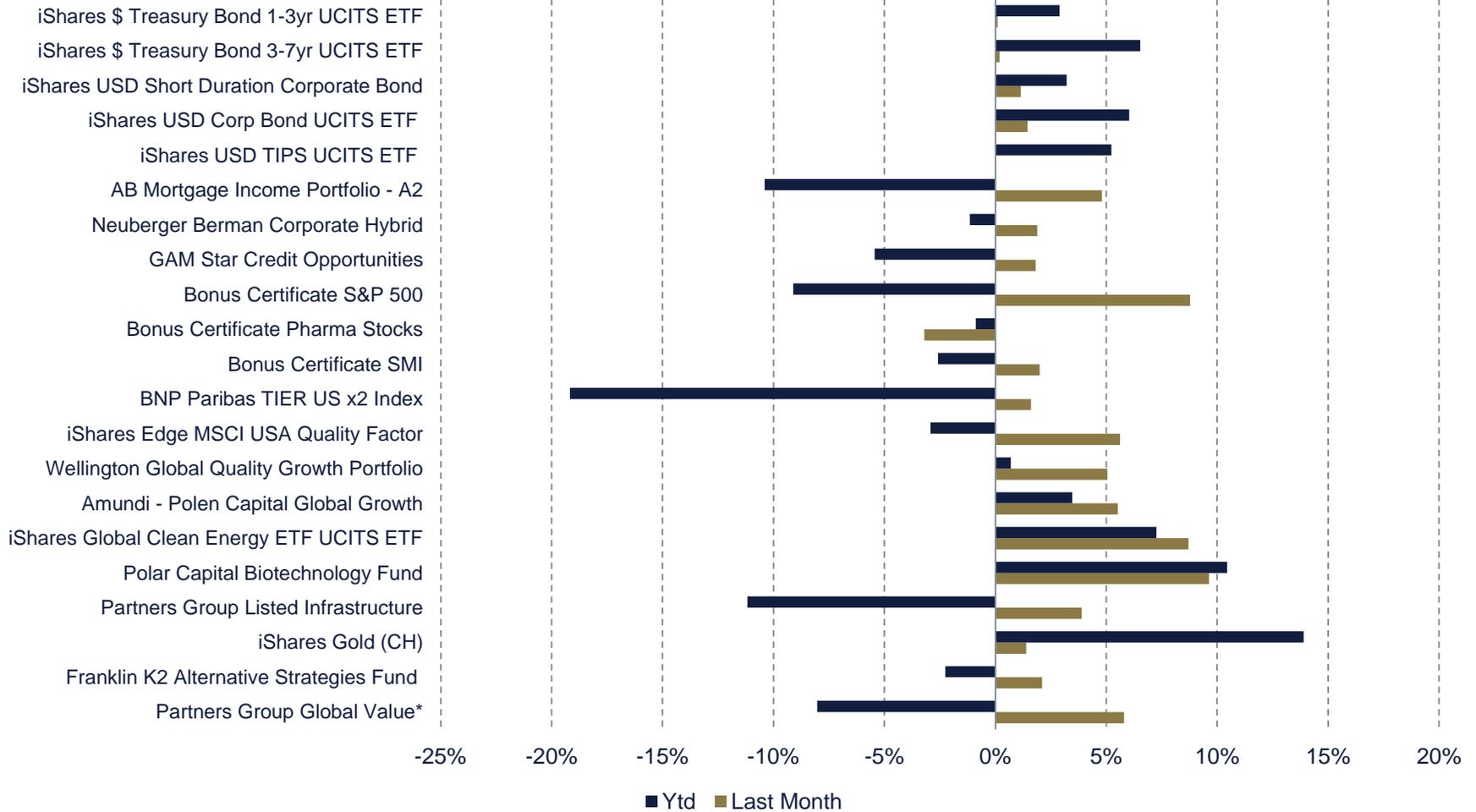
- Pero no todos los activos son iguales, y una vez que los precios se hayan ajustado al alza para reflejar el nuevo entorno de tipos de interés, **los rendimientos a largo plazo se mantendrán deprimidos**
- La clave para mejorar las expectativas de rendimiento, así como mitigar las fluctuaciones de precios – si las tasas comienzan a normalizarse en el futuro, o la economía se estanca nuevamente – es **centrarse en compañías que tengan la capacidad de aumentar sus ingresos de manera recurrente**

De vuelta a los fundamentales



- **La decisiva intervención de la Fed ha evitado una crisis de liquidez**, y con ello una nueva apreciación del dólar que habría traído consigo un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global
- Con los diferenciales de tipos de interés volviendo a sus niveles promedio, **los datos de crecimiento e inflación se volverán más determinantes en los movimientos de divisas**

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 17 de junio 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	15% (-5%)	55% (+5%)	30%

Catalizadores a corto plazo

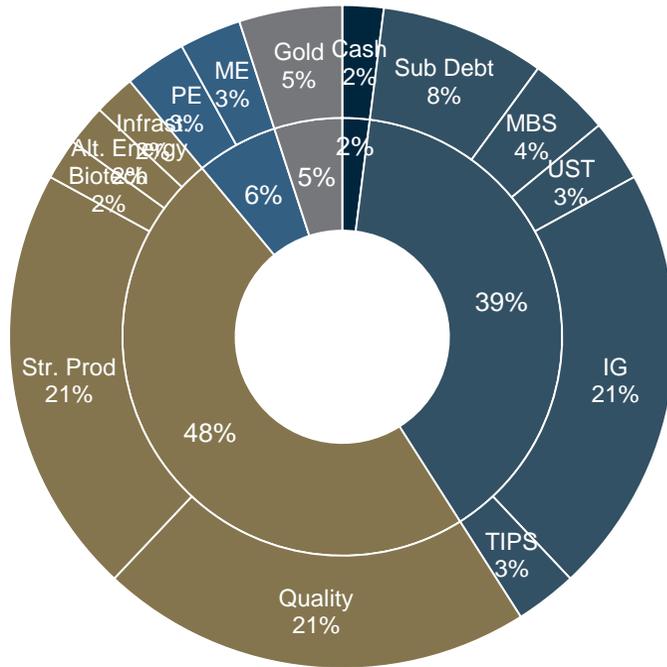
Desaceleración en infecciones, vacunas o tratamiento para el coronavirus, aumento en la infraestructura hospitalaria

Otros riesgos

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

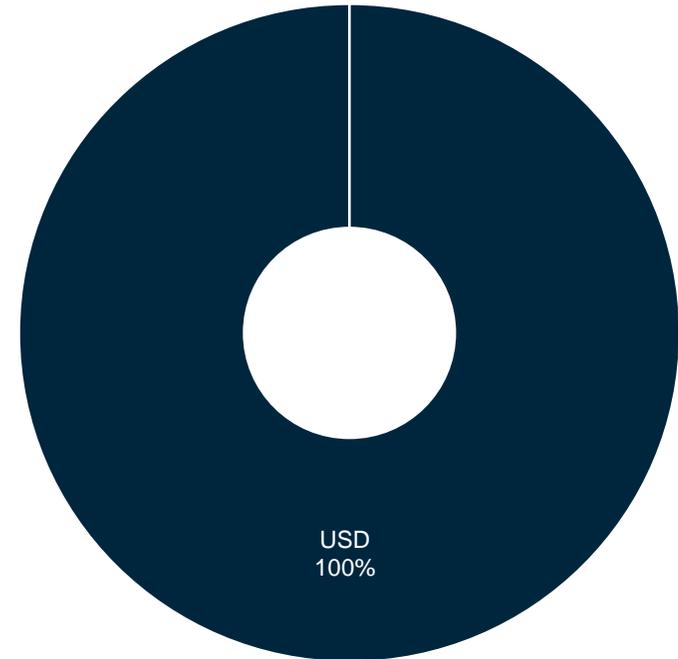
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



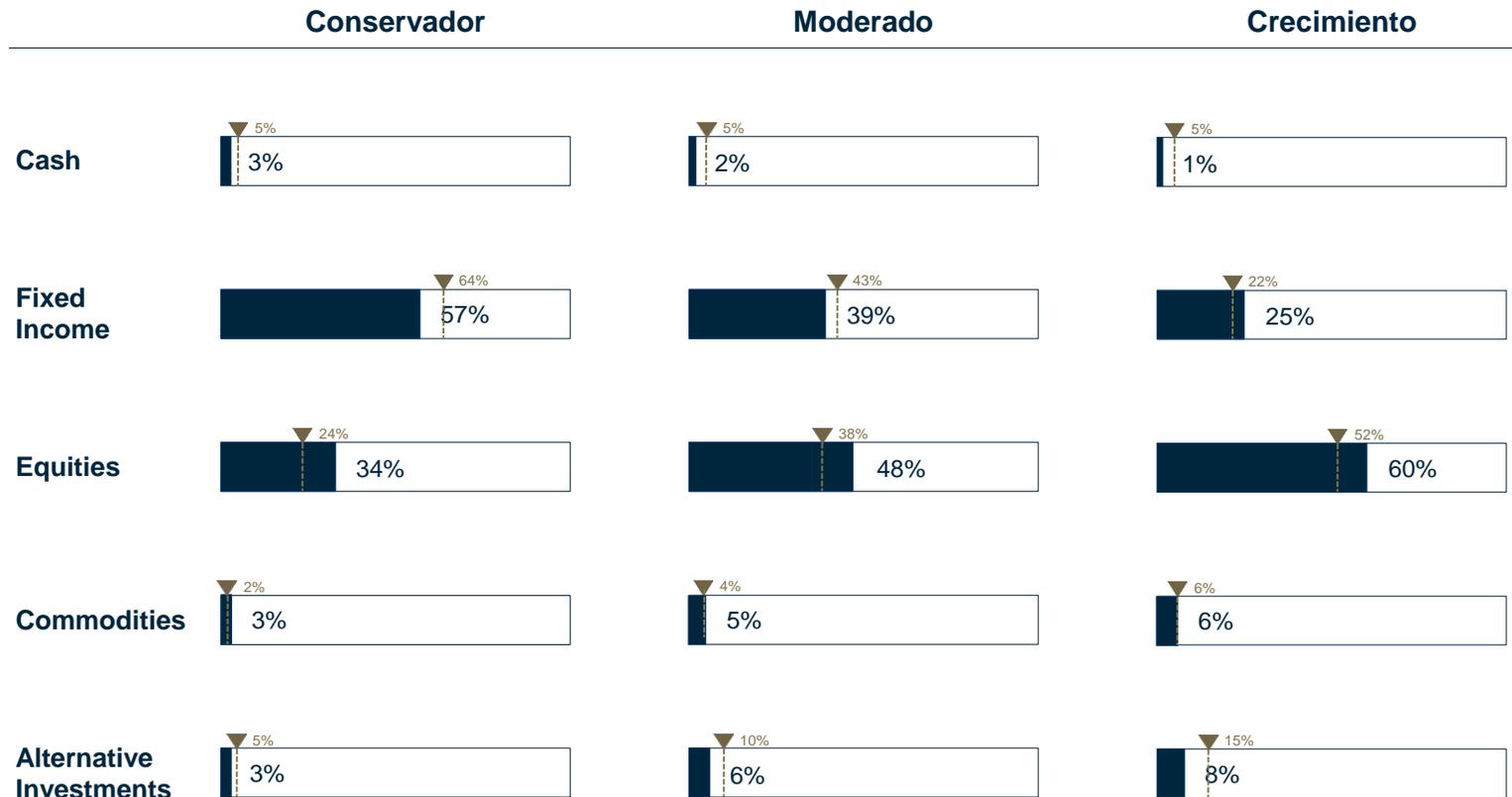
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



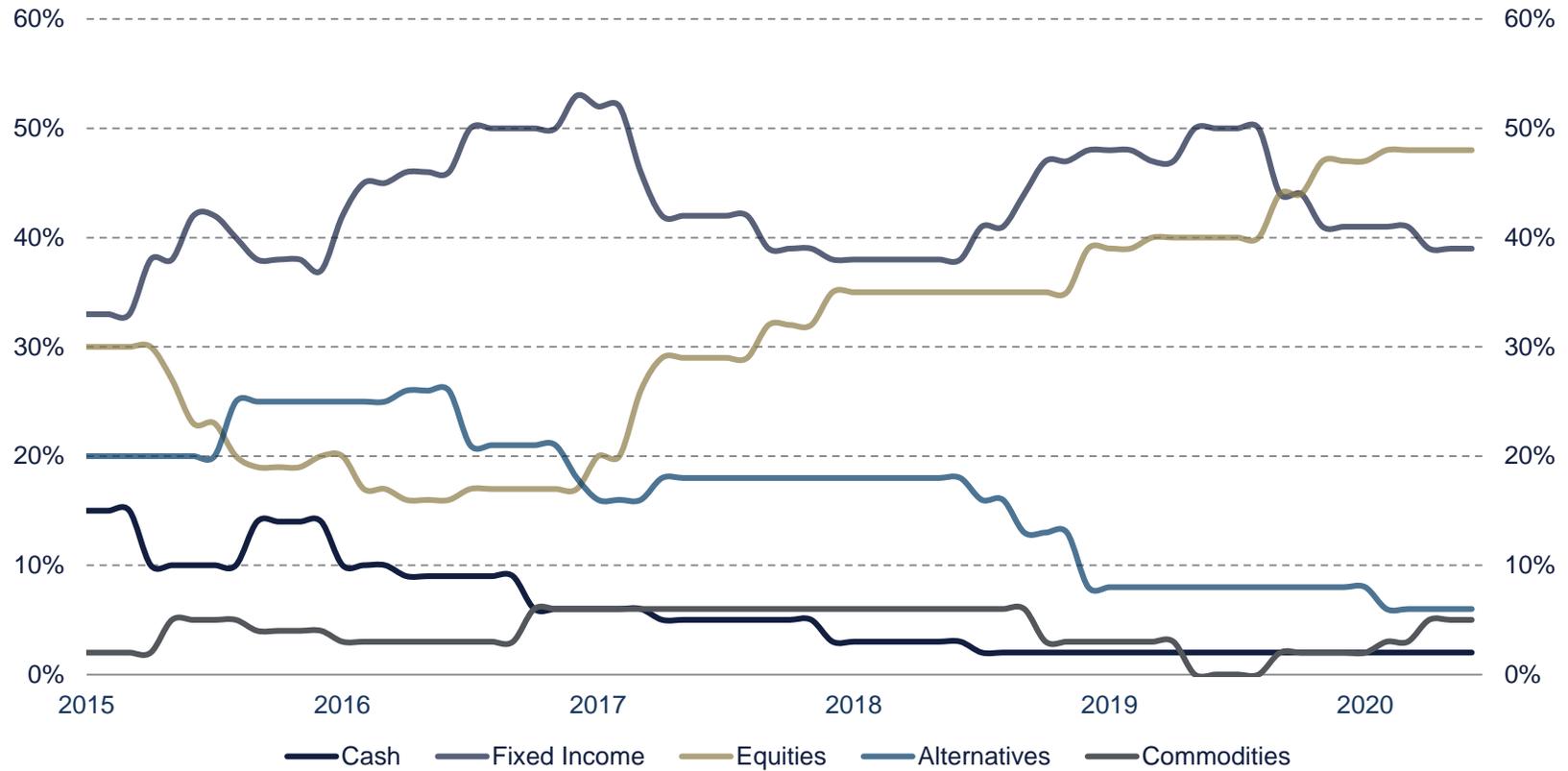
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

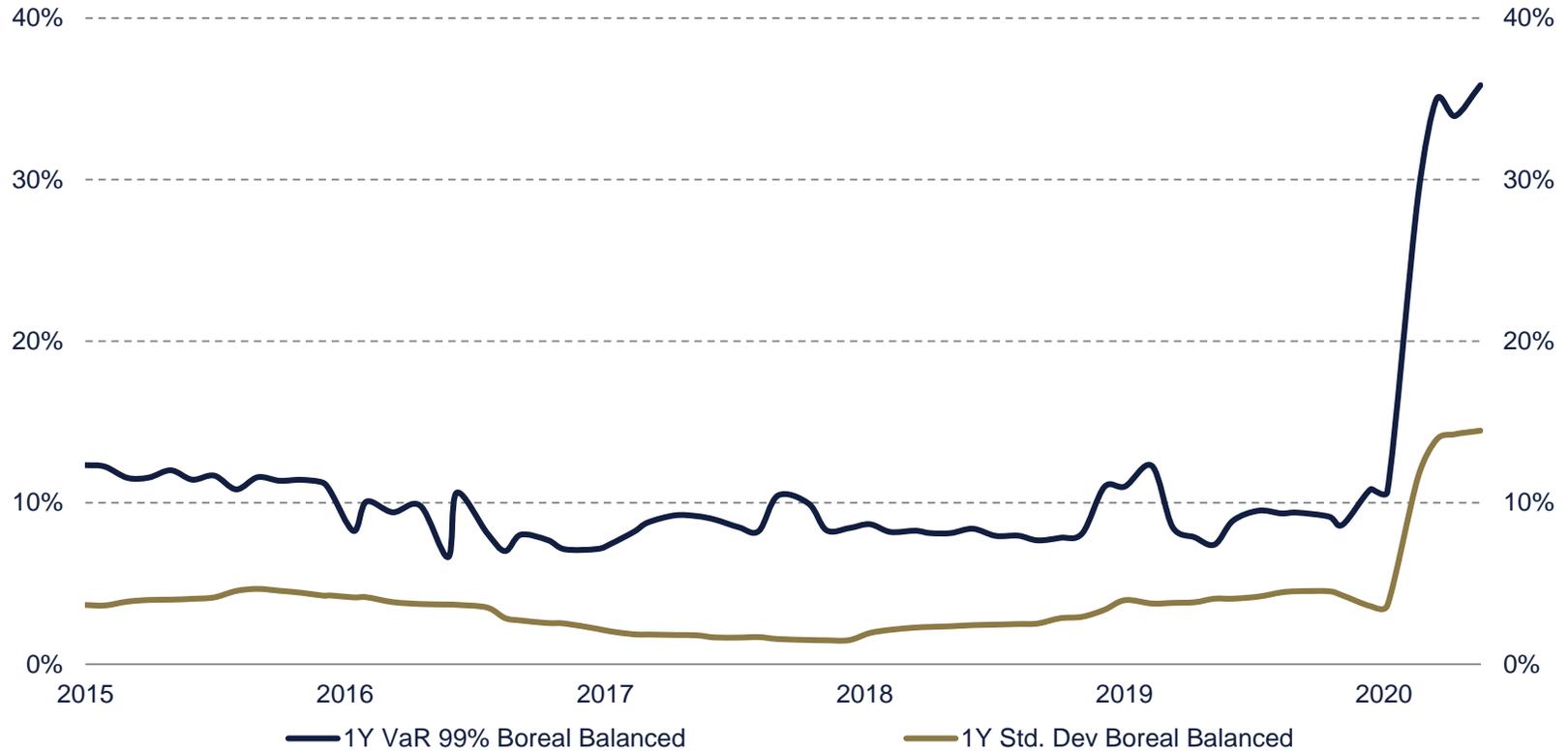


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

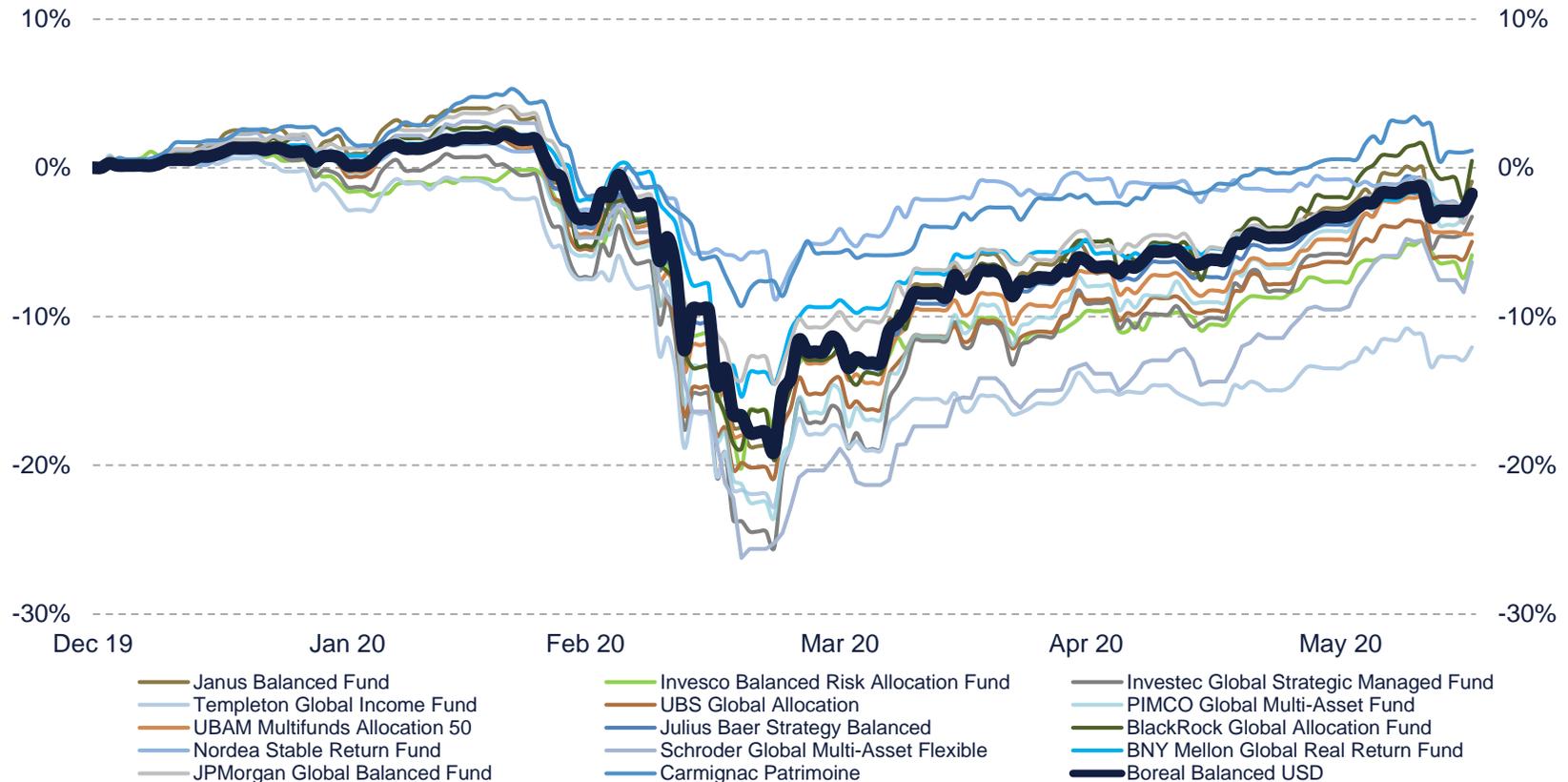


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 15 de mayo de 2020
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **4º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **11º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **4º de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **7º de 15**

¹ A 16 de junio de 2020
Fuente: Bloomberg

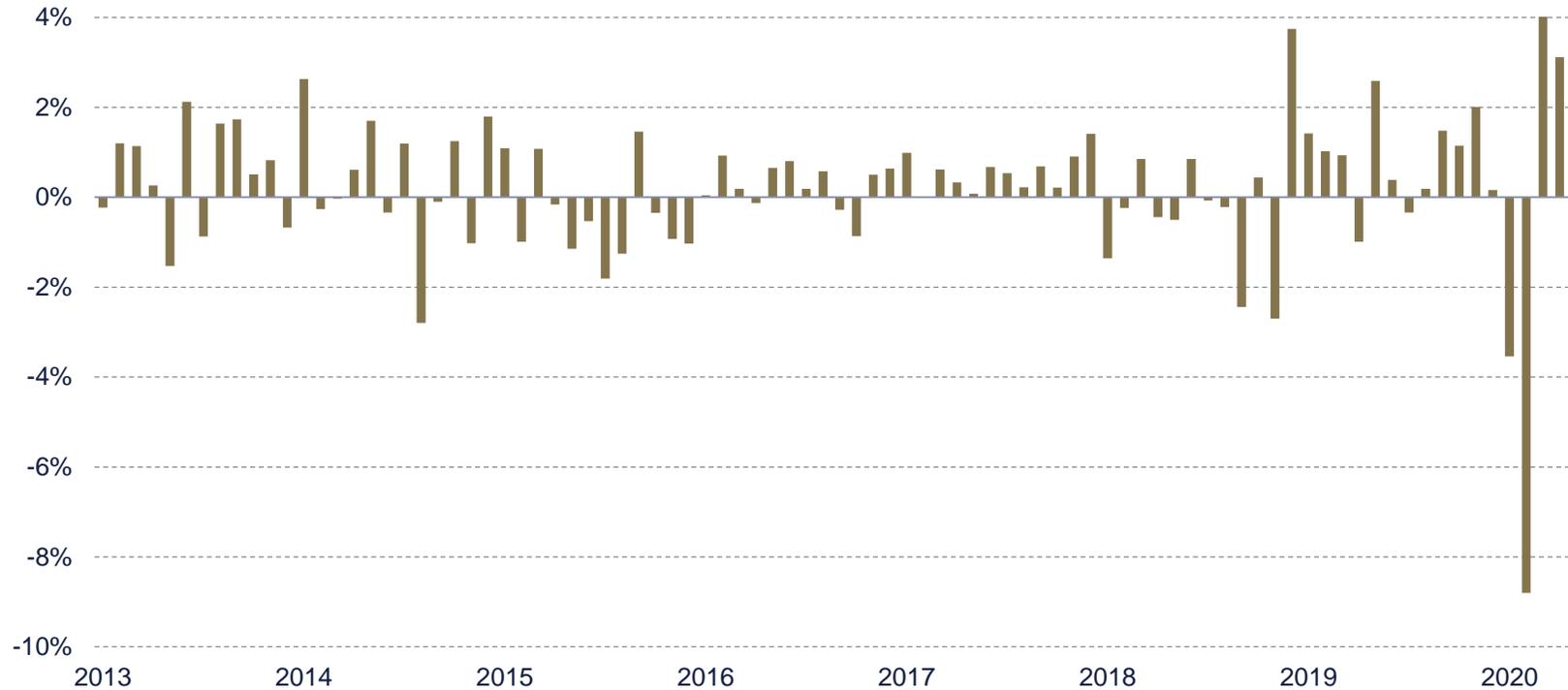
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **-1.56%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **21.07%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **16.50%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **n/a**

¹ A 16 de junio de 2020

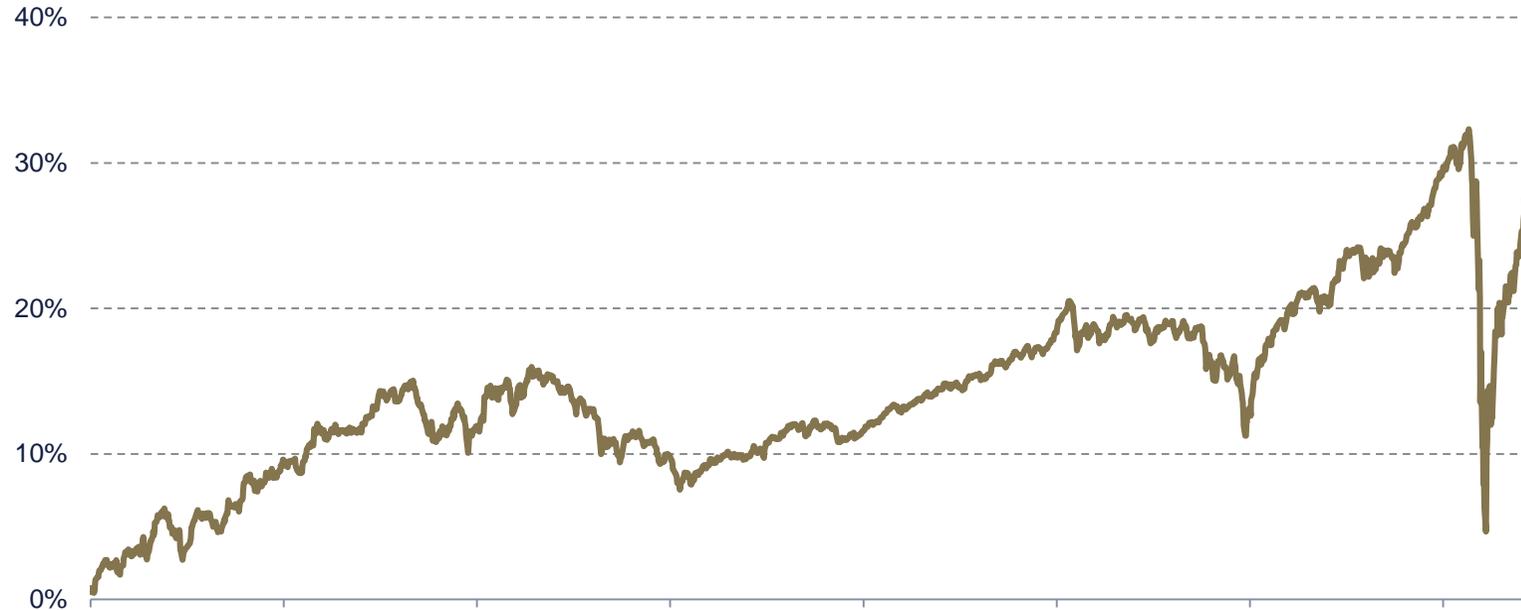
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 4.48%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 11.16%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2013¹): 27.35%**

¹ A 16 de junio 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%	-1.56%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	21.07%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	-0.09

Annual Return: 3.29%
Annual Std. Dev: 6.12%

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.