

Política de inversión

Noviembre 2020

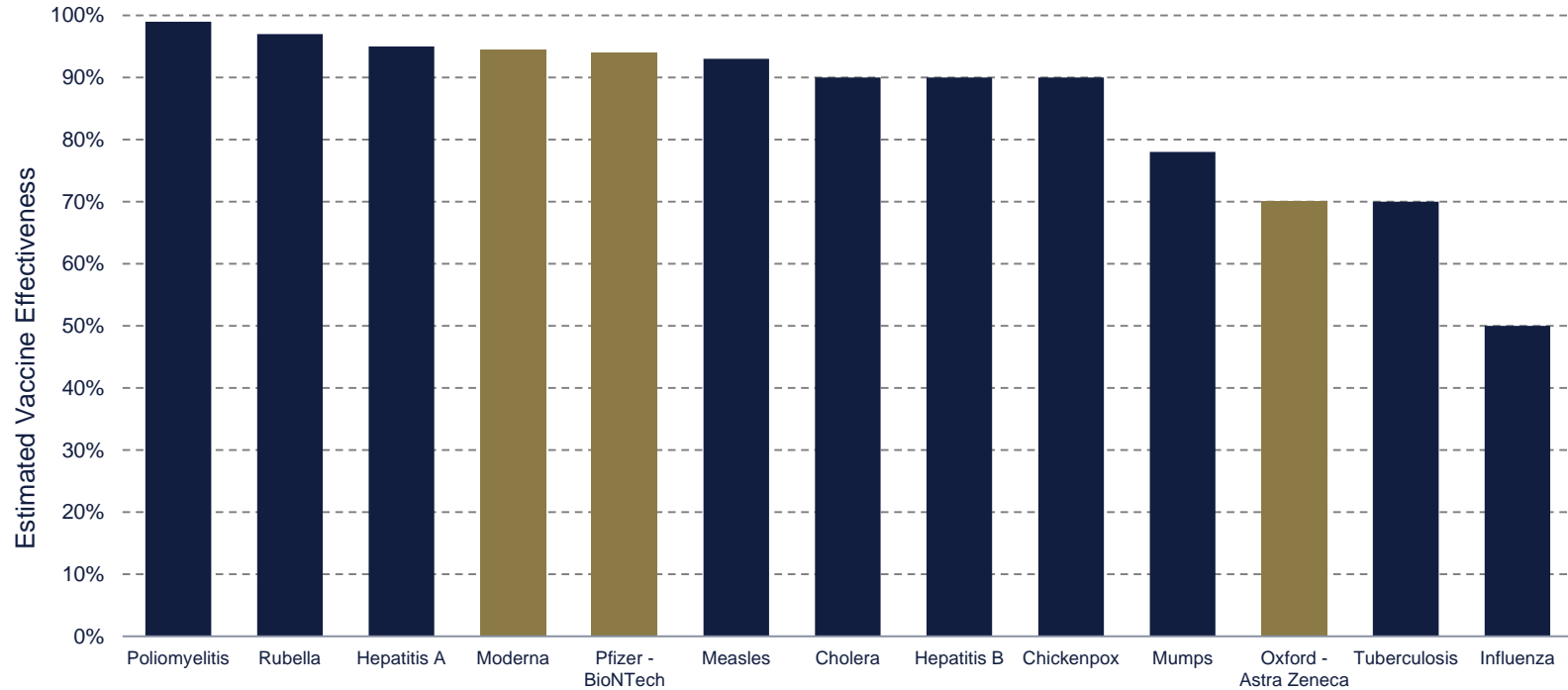
Resumen de mercados – Noviembre 2020

- La **pandemia sigue dominando la vida cotidiana y, con ello, también la economía y los mercados financieros**. A pesar de unas **accidentadas elecciones presidenciales en EE.UU.**, las cuales aún no se han dirimido formalmente, los titulares fueron copados rápidamente por el **anuncio del descubrimiento de una vacuna, cuya eficacia superó todas las expectativas**. No importa cuánto se confiara en la ciencia y la inventiva humana, la vacuna, hasta ahora, era una esperanza y no una realidad. **No se puede resaltar suficientemente la importancia de este avance**, dado que independientemente de lo cuantioso de las ayudas gubernamentales, **es sólo ahora que los agentes económicos pueden comenzar a planificar con cierto grado de certidumbre**
- A este descubrimiento le siguió el **anuncio de dos vacunas más**; una de ellas incluso más eficaz y más fácil de manejar que la primera. El hecho de que ahora tengamos tres vacunas no genera redundancia alguna, sino una muy necesaria competencia. **Más oferta significa un precio más bajo para las vacunas, menos cuellos de botella logísticos y, como resultado, una más amplia distribución y una más rápida resolución de la pandemia**
- Mientras tanto, la **economía continuó recuperándose a pesar de un aumento de infecciones** que hizo necesarias nuevas restricciones. Pero, lo que es más importante, **los indicadores adelantados continúan apuntando a una recuperación sólida**, respaldada por unas **extremadamente benignas condiciones financieras**. Adicionalmente, **los resultados corporativos reportados para el tercer trimestre superaron con creces las expectativas**
- En este entorno de condiciones financieras favorables y mejora de los beneficios empresariales, **la bolsa americana está alcanzando máximos históricos**. Mirando al futuro, **todavía vemos espacio para una mayor apreciación**, dado que el impacto de la caída de los tipos de interés no ha sido descontado completamente, y que los beneficios empresariales deberían recuperarse a niveles anteriores a la pandemia
- A diferencia de las acciones, **los diferenciales de crédito están cerca de su suelo histórico**, lo que, combinado con el colapso de los tipos de interés, **deja poco margen para una apreciación futura de las inversiones en renta fija**. Estas últimas deberían verse más bien como un activo que juega un papel en la disminución del nivel general de riesgo en las carteras, en lugar de una fuente significativa de rendimiento

Política de inversión

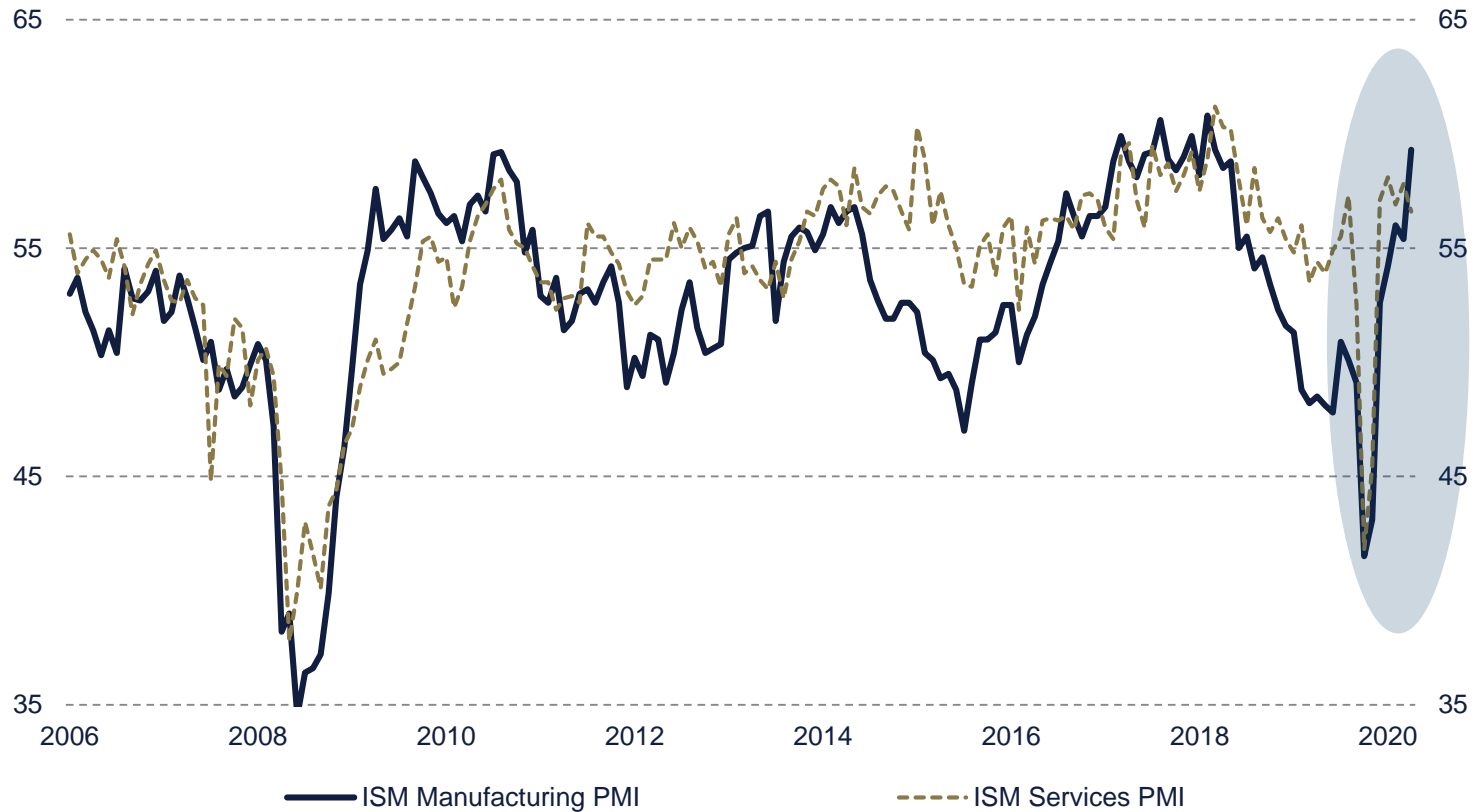
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US		Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en los plazos largos no son atractivos, por lo que preferimos vencimientos más cortos
	Crédito US		La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

El principio del fin de la pandemia



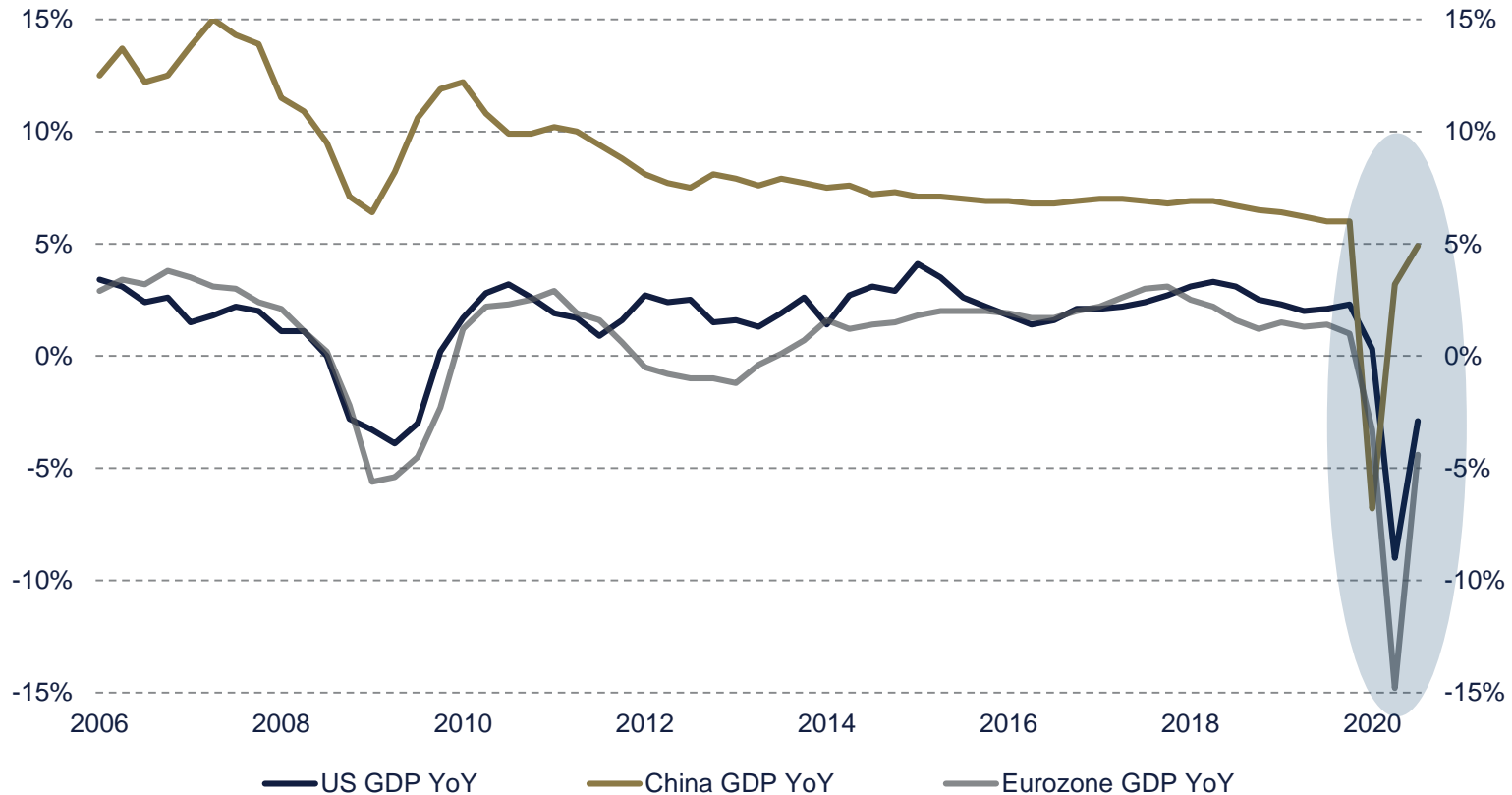
- La crisis de Covid discurre prácticamente bajo el **mejor de los escenarios posibles**. El virus avanza pero de una forma controlada, y no sólo una, sino varias **vacunas, se han desarrollado en un tiempo record**, superando todas las expectativas en cuanto a su **eficacia**
- Este gran logro **marca el inicio del fin de la crisis**. Y esto es de suma importancia, ya que **mejora la visibilidad de los agentes económicos** a la hora de planificar las decisiones de inversión y consumo

Continúa la recuperación



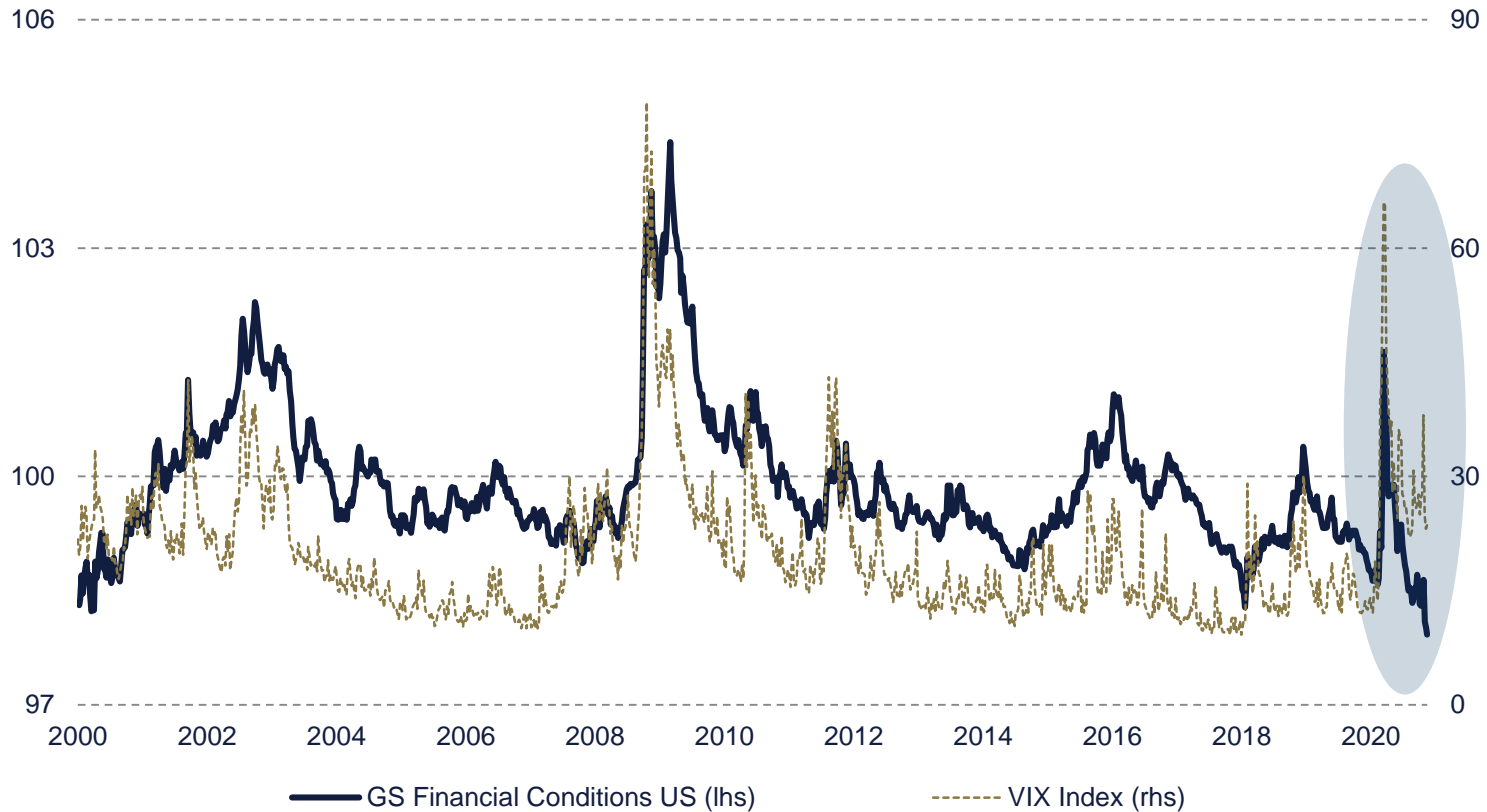
- Mientras tanto, las **medidas fiscales y monetarias siguen evitando el colapso de la economía**
- A pesar del aumento de las restricciones debido a la segunda ola de la pandemia, **los indicadores adelantados siguen apuntando hacia una aceleración** de la actividad económica

China como ejemplo a seguir



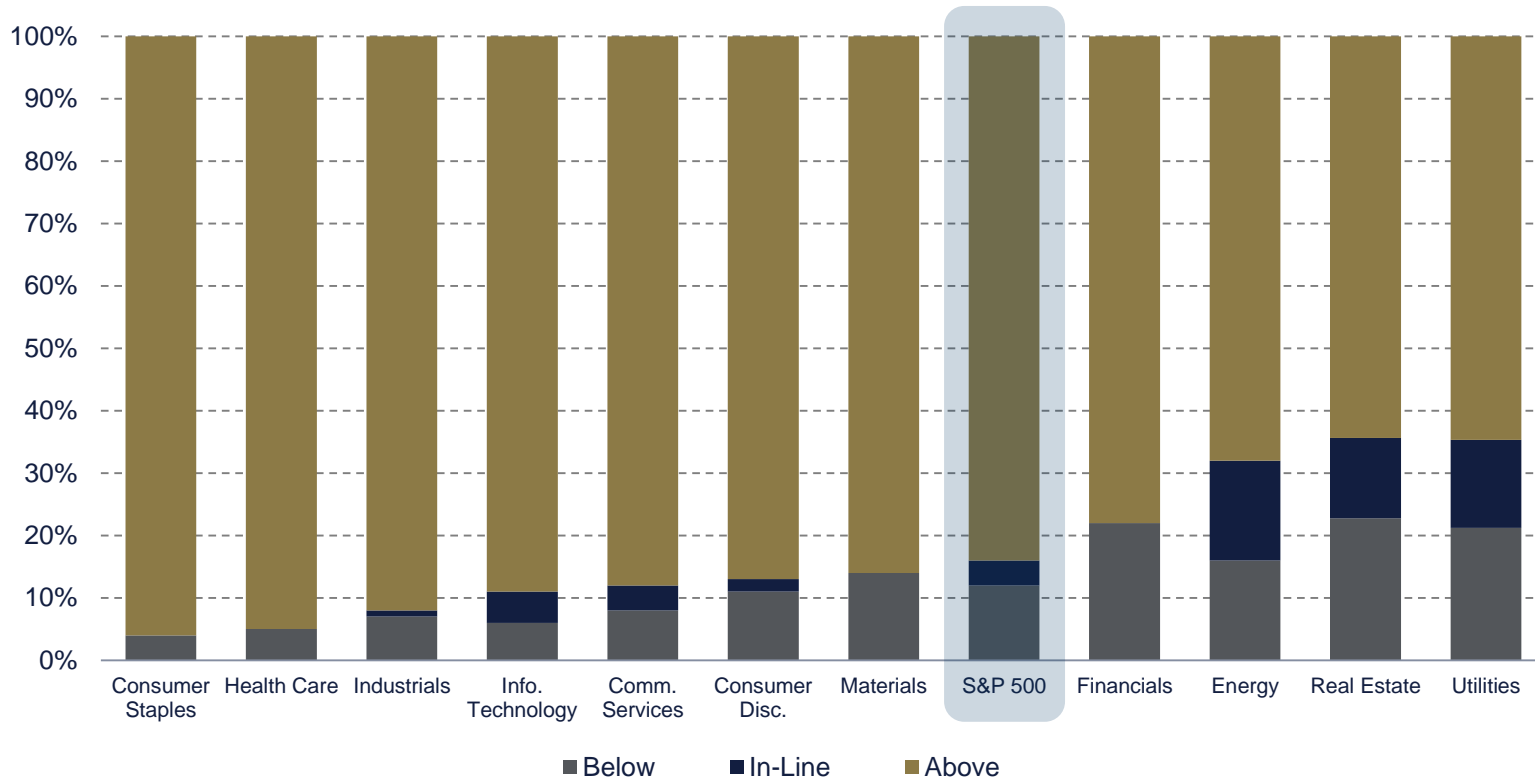
- La economía **China ha logrado recuperarse prácticamente hasta el nivel previo a la crisis**, consiguiendo crecer por dos trimestres consecutivos. Esto ofrece un rayo de esperanza al resto de países que se vieron afectados más tarde por el virus
- Sin embargo, ni el crecimiento del resto de países era comparable al de China antes de la pandemia, ni sus economías se contrajeron de la misma manera. **Para la mayoría de los países desarrollados, el desafío será lograr un crecimiento sostenido para hacer frente al sobreendeudamiento**

Vuelta a la calma



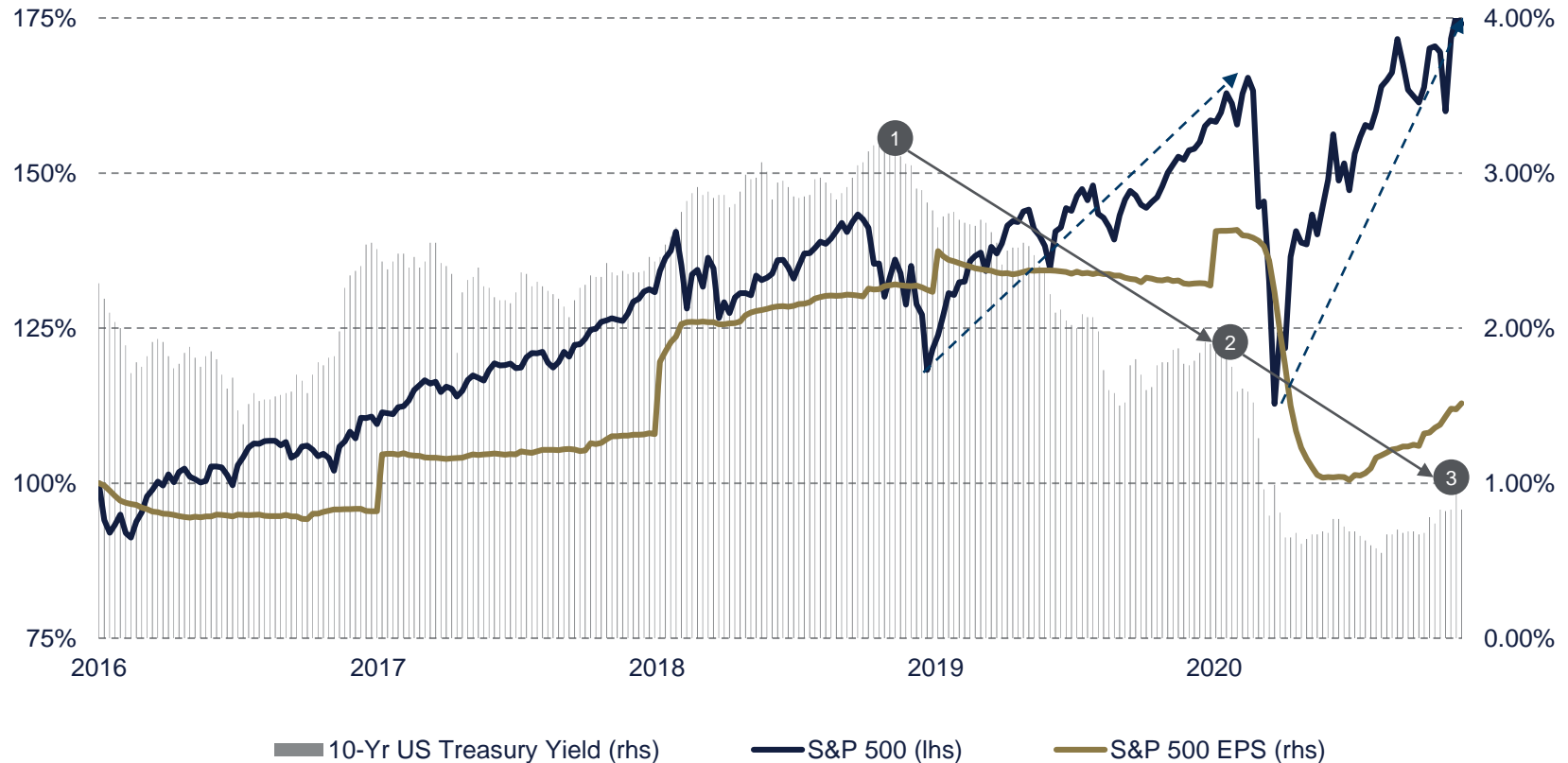
- Las **condiciones financieras siguen facilitando tanto la recuperación** económica como la recuperación de los mercados
- De hecho, la bajada de los tipos de interés ha sido tan acusada, y la contracción en las primas de riesgo de todas las clases de activos tan rápida, que **actualmente disfrutamos de las condiciones financieras más acomodaticias jamás experimentadas**

Las empresas han hecho sus deberes



- Una **mejora del panorama macroeconómico, combinada con una buena gestión empresarial durante la crisis**, ha empujado a las empresas del S&P 500 a reportar beneficios muy por encima de las expectativas
- Las sorpresas han sido positivas tanto en términos de **número de empresas que han superado las estimaciones (84% del total)**, como por el **margen con el que éstas se han batido (19,5% más ganancias)**

La tesis alcista de mercado



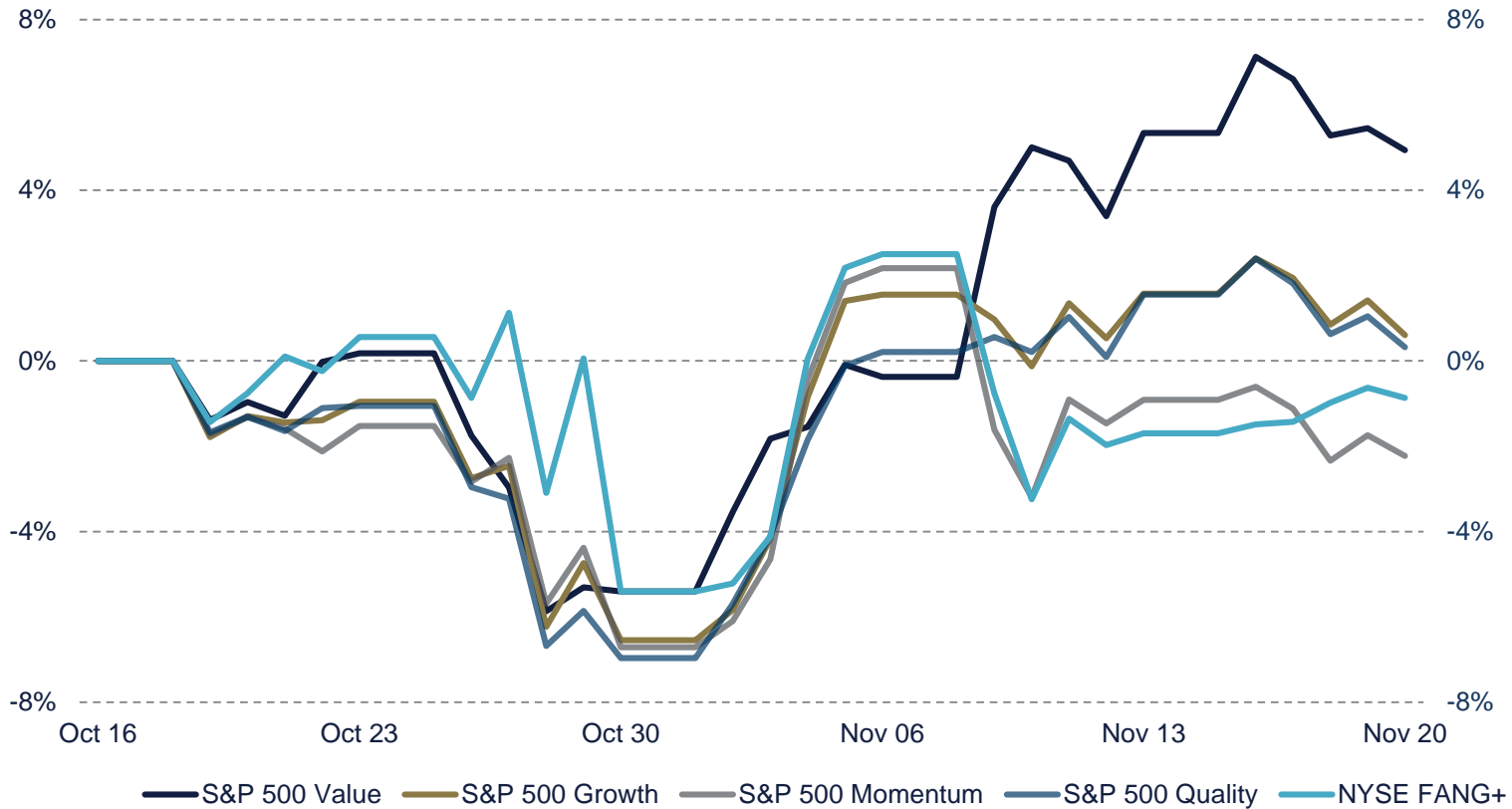
- En este entorno de condiciones financieras favorables y mejora de los beneficios empresariales, la bolsa americana está alcanzando máximos históricos. Mirando al futuro, **todavía vemos espacio para una mayor expansión por múltiplos**, ya que el impacto de la dramática caída de los tipos de interés no ha sido descontado completamente por el mercado
- Además, **a medida que la economía se vaya recuperando, esperamos contar con un "viento de cola" en los beneficios empresariales**, que deberían alcanzar al menos los niveles previos a la pandemia; abaratando con ello las valoraciones (el PER estimado a 12 meses para el S&P 500 es de 21 veces beneficio)

Cautela en los mercados de crédito



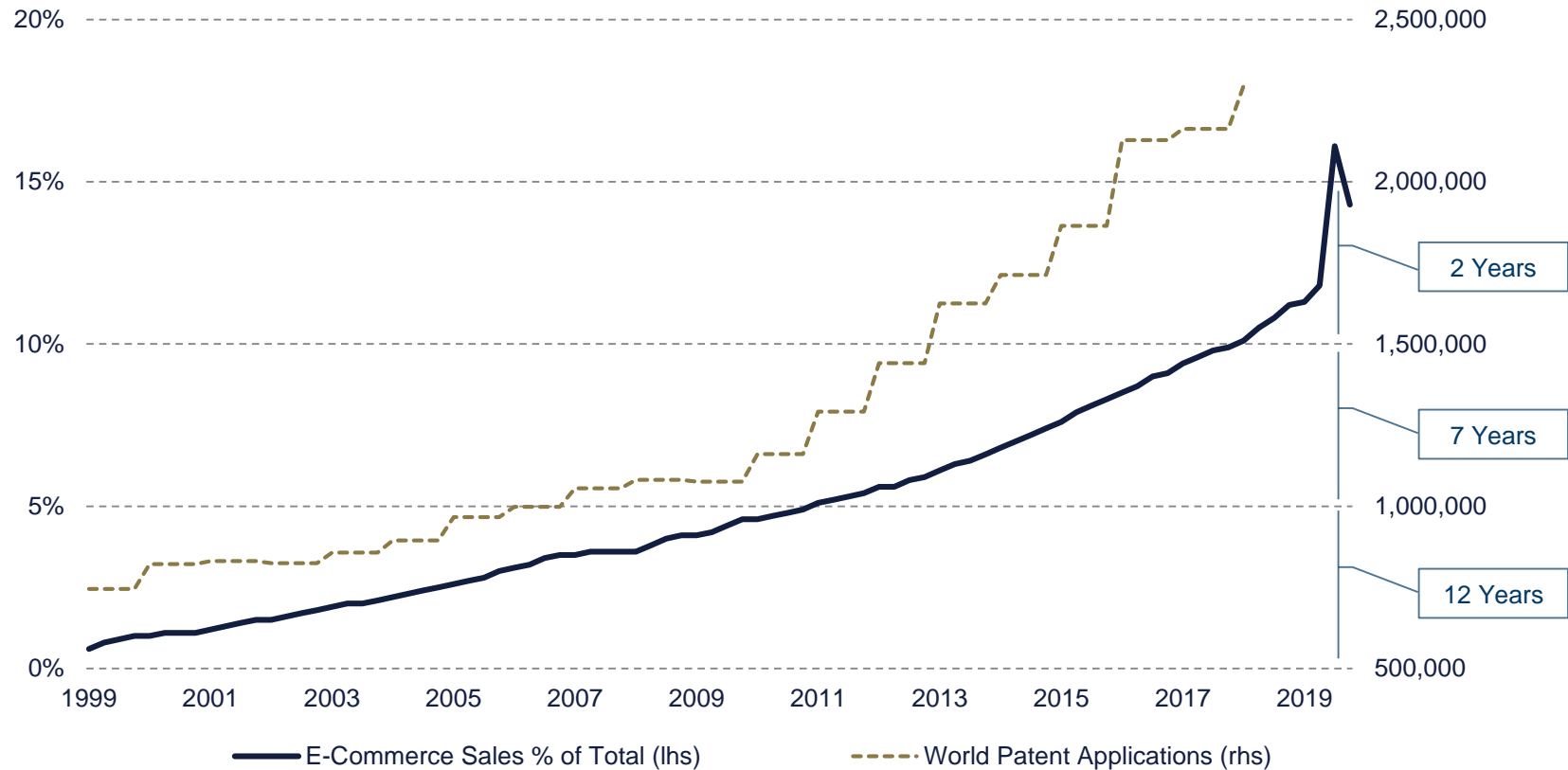
- La búsqueda desesperada de rendimientos está provocando no sólo un aumento de las valoraciones de las acciones, sino también un **fuerte estrechamiento de los diferenciales de crédito**
- A diferencia de la renta variable, donde todavía vemos un mayor potencial alcista, **los diferenciales de crédito están cercanos a su suelo histórico**, dejando poco recorrido para una futura apreciación

¿Final o principio de la rotación?



- El anuncio de las vacunas ha desencadenado la tan esperada rotación sectorial, con los **inversores saliendo de las acciones "Stay-at-Home" y comprando aquellas más directamente afectadas por la pandemia**
- Aunque aún hay margen para una mayor convergencia de las acciones de "Value", creemos **que las acciones de calidad siguen ofreciendo el mejor perfil de rentabilidad ajustado al riesgo**

Ignorar la transformación económica es un riesgo



- **La transformación económica se está acelerando.** Esta es una tendencia que precede a la pandemia, aunque la disrupción creada por esta última le ha dado un impulso adicional
- Creemos que es importante **mantener cierta exposición a las empresas de mayor crecimiento.** Sin embargo, la valoración de las acciones de la nueva economía es cada vez más compleja, y **la diversificación es primordial**

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, 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	10%	60% (+10%)	30% (-10%)

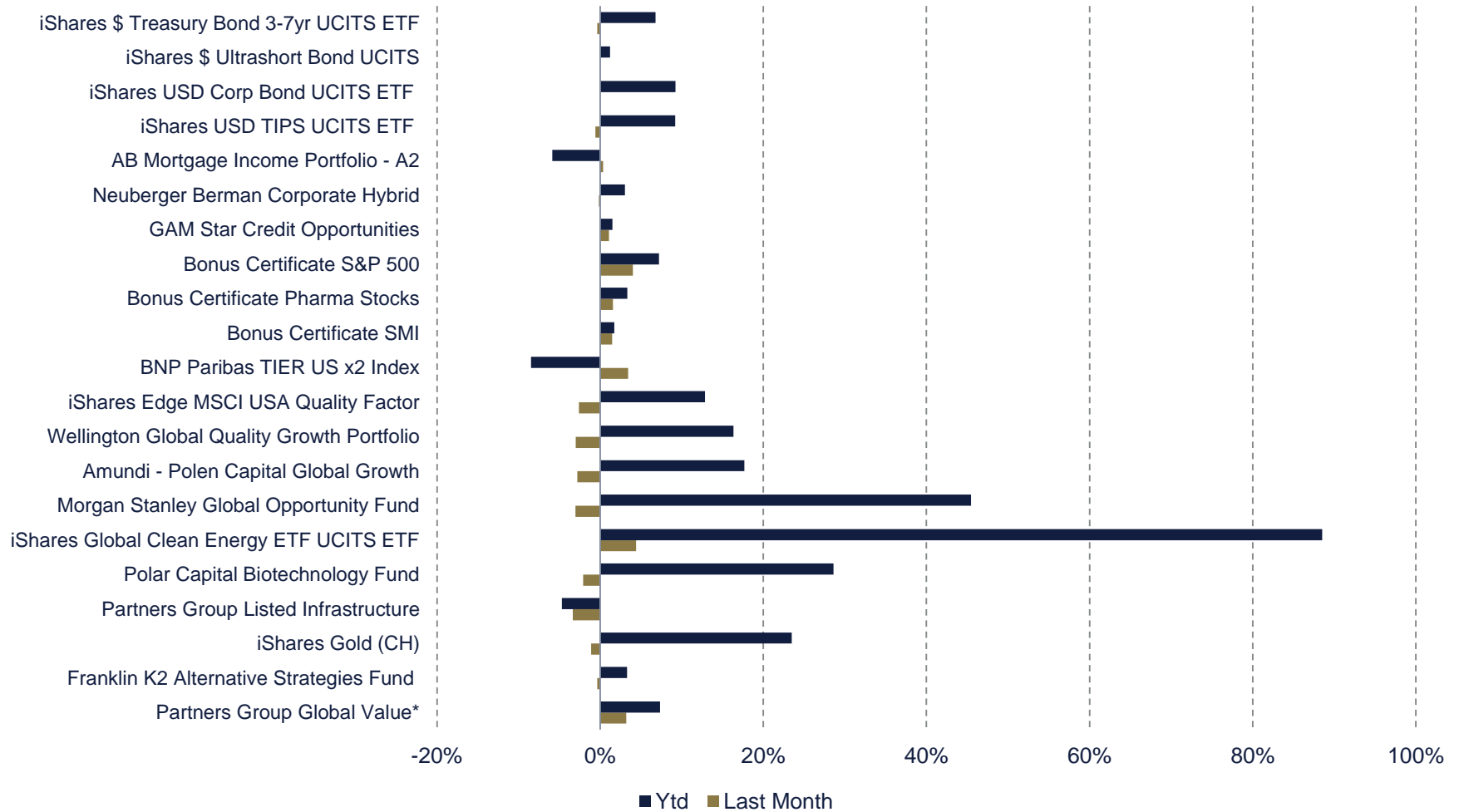
Catalizadores a corto plazo

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

Otros riesgos

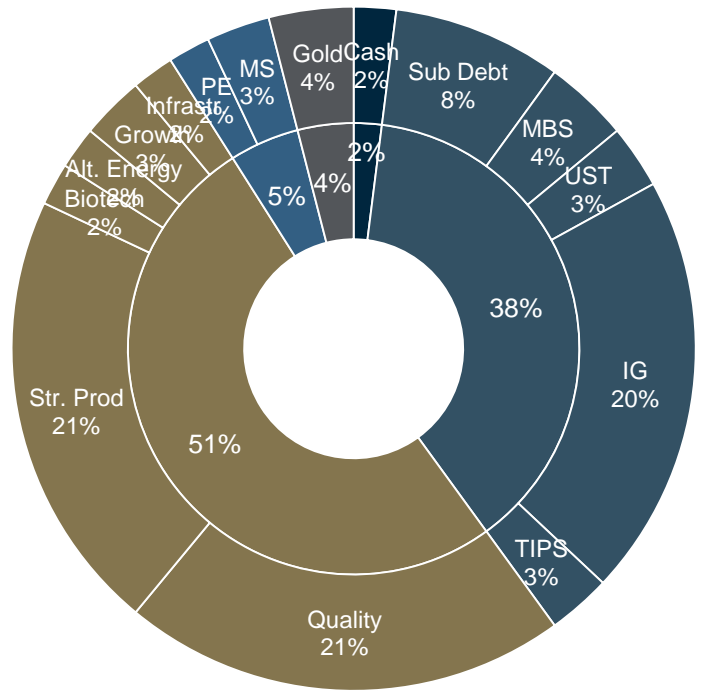
Guerra comercial (II), auge de populismo y nacionalismo, implementación del Brexit, conflicto con Irán o Corea,

Evolución de la cartera modelo



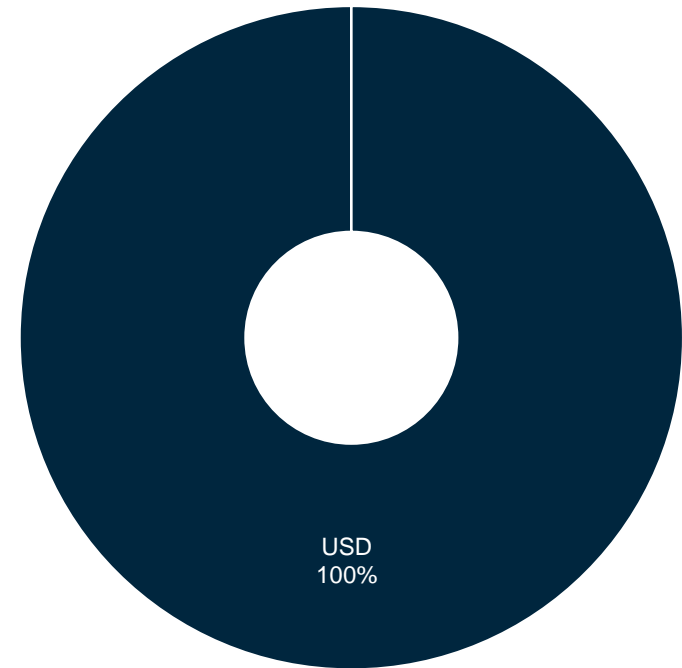
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



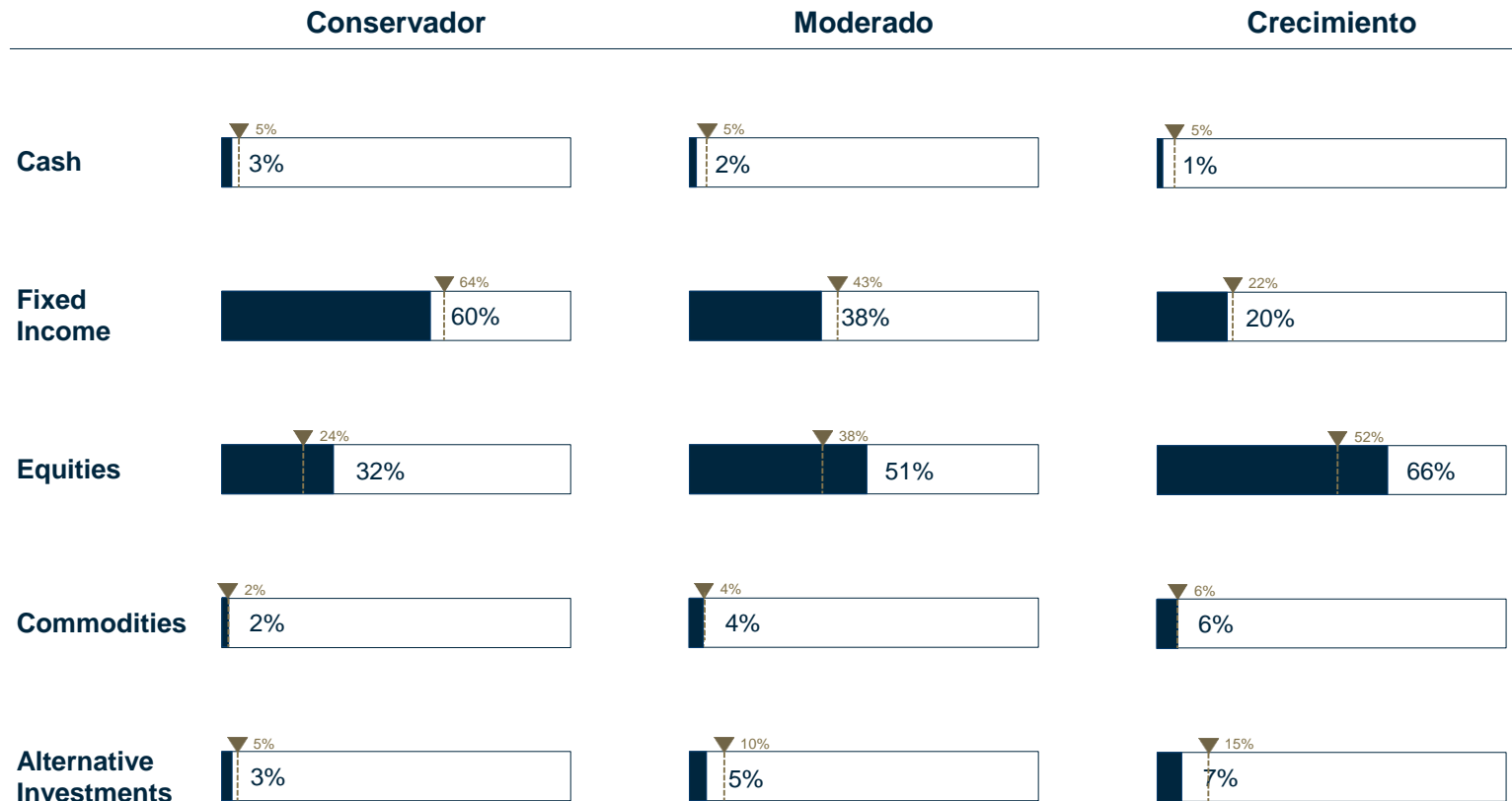
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



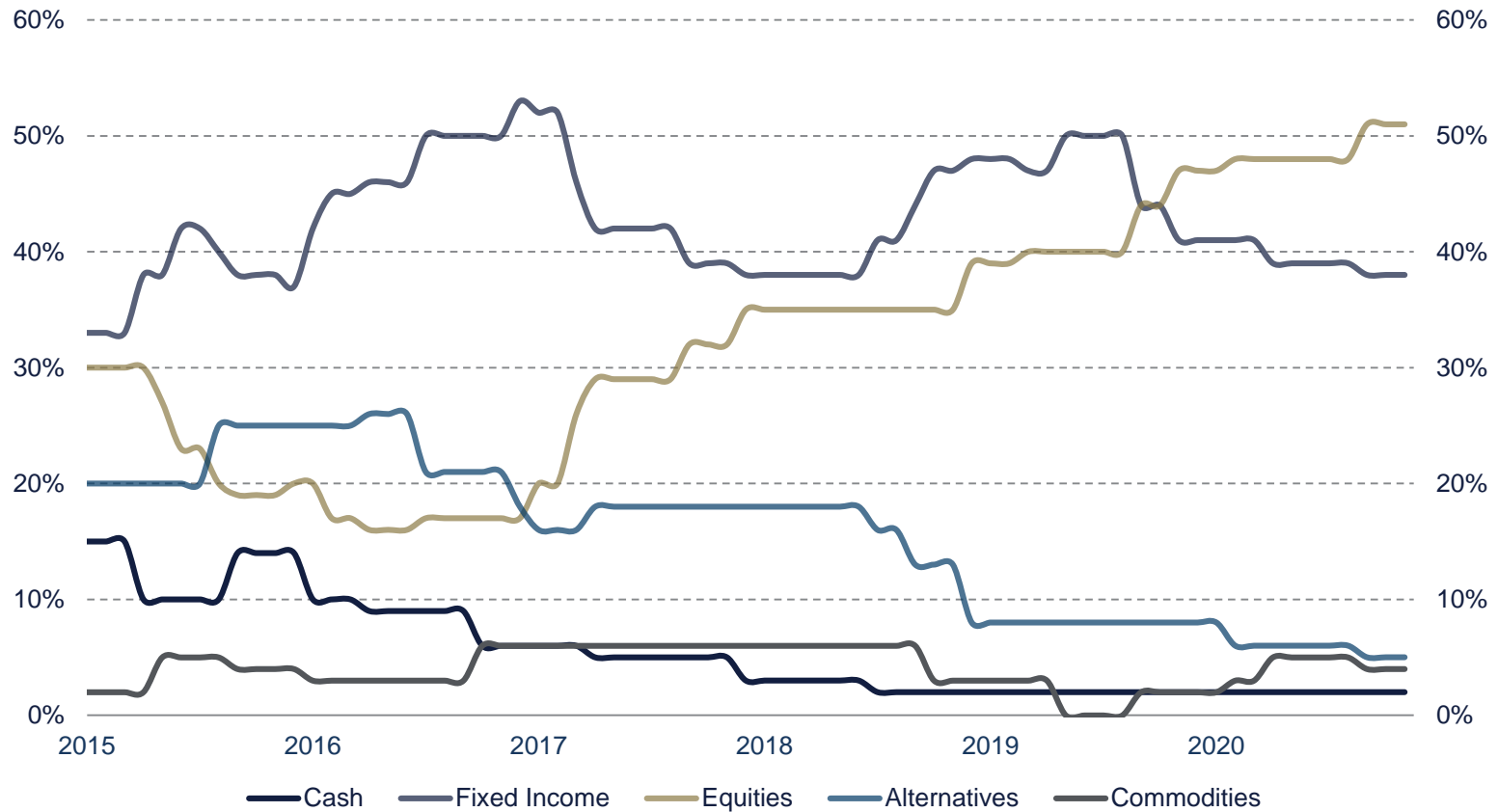
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

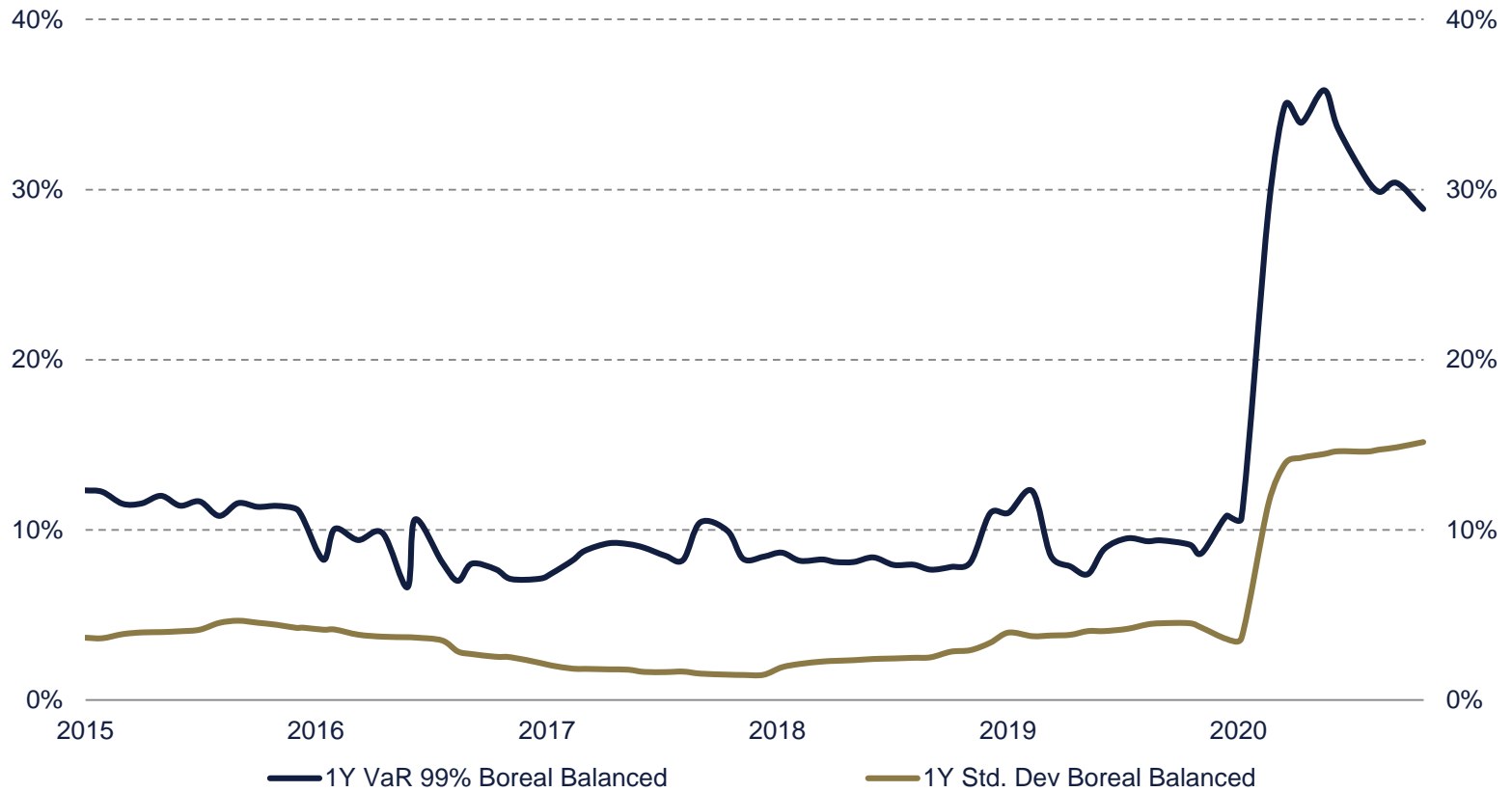


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

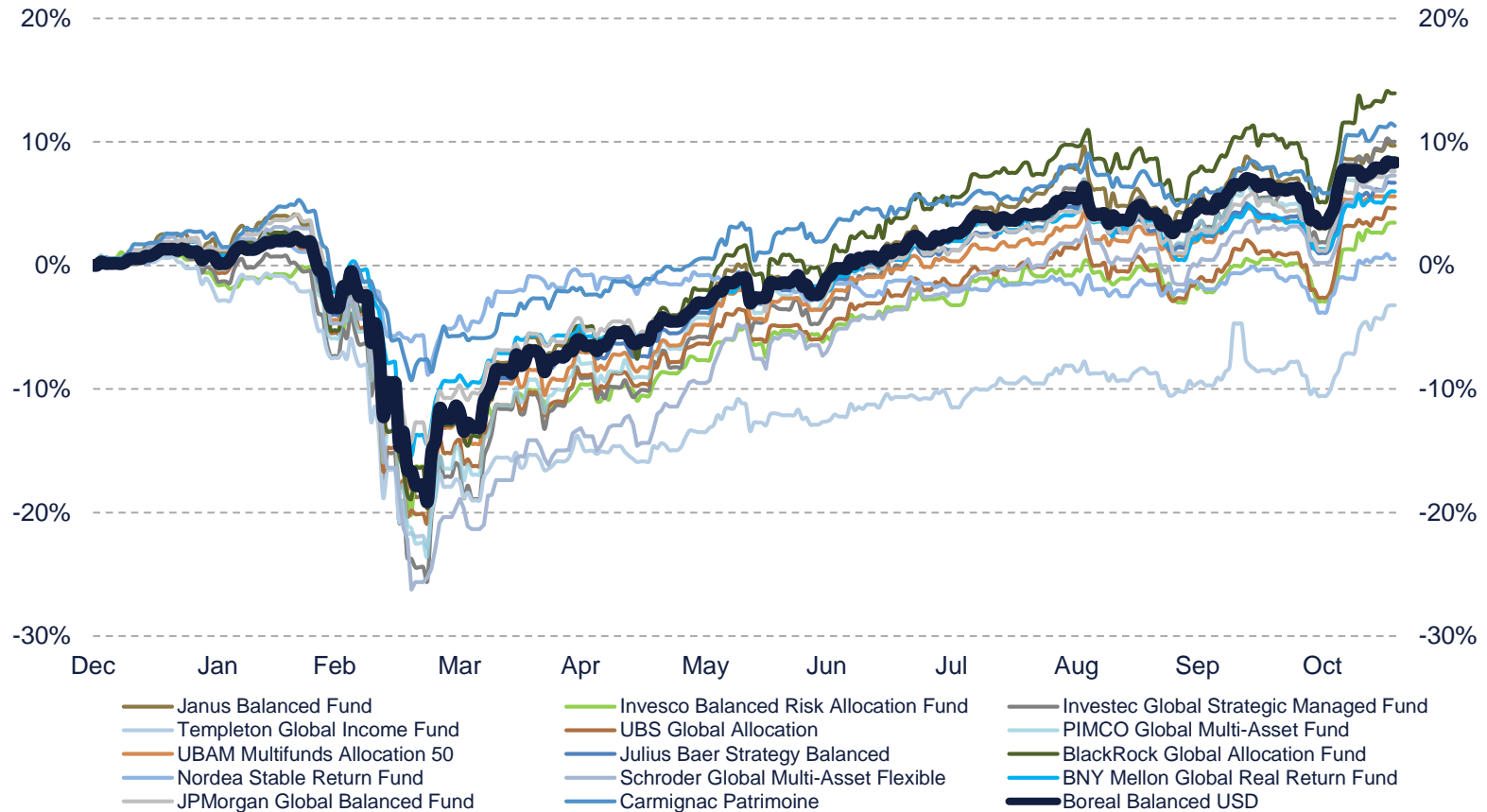


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 18 de noviembre de 2020
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **6° de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **11° de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3° de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **2° de 15**

¹ A 18 de noviembre de 2020

Fuente: Bloomberg

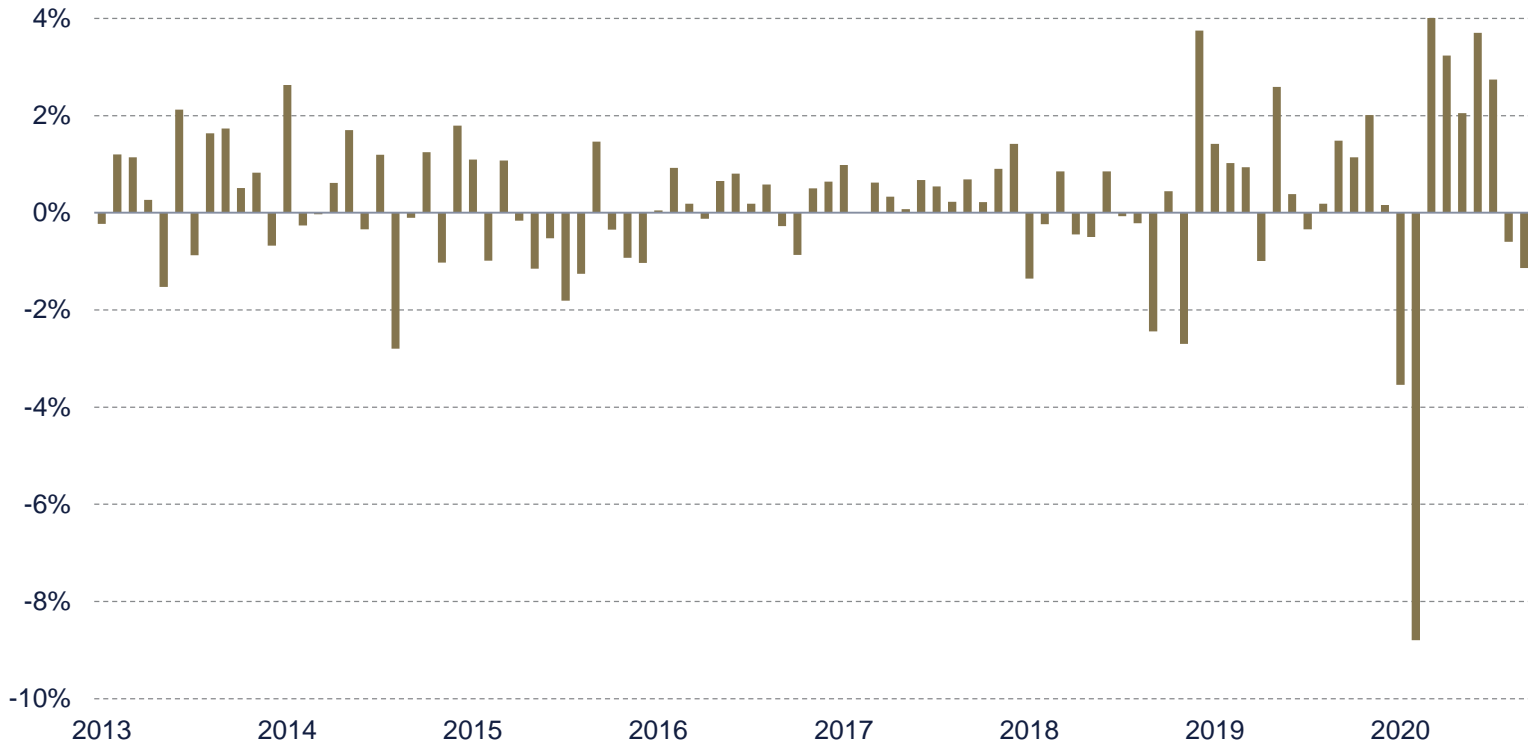
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **8.28%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **16.12%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **12.66%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **0.65**

¹ A 18 de noviembre de 2020

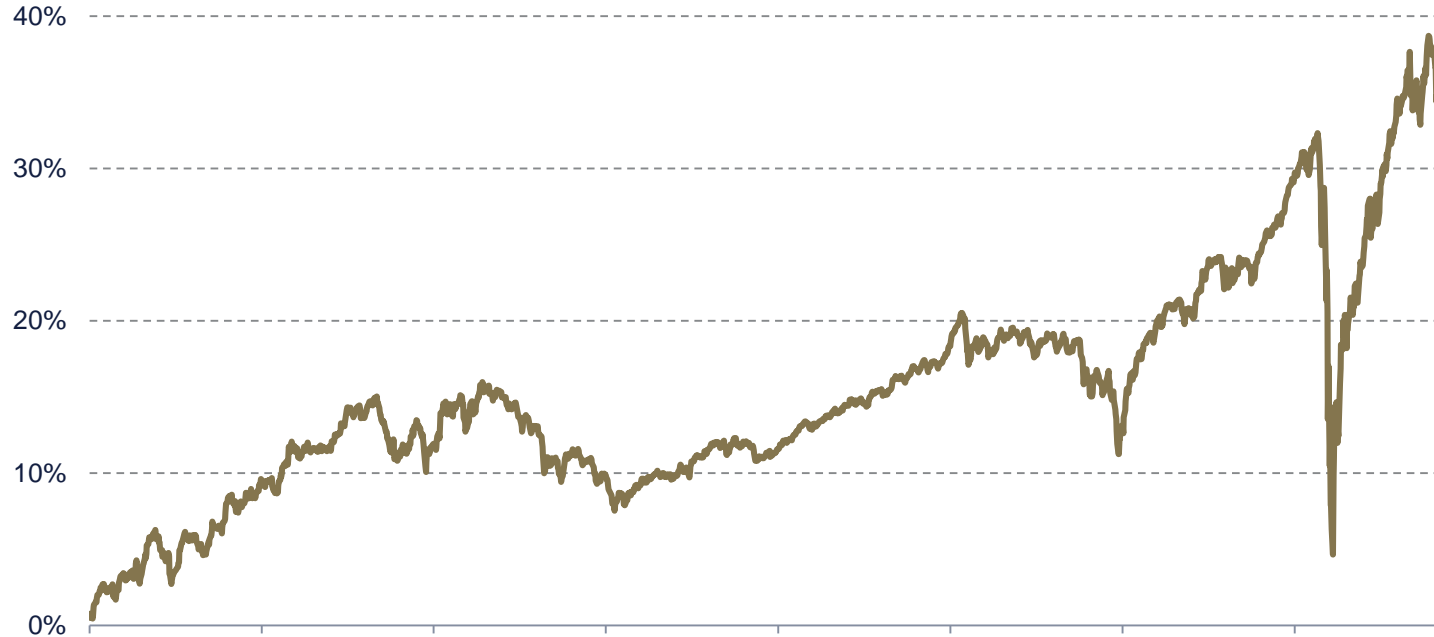
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 11.04%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 19.75%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2013¹): 30.76%**

¹ A 18 de noviembre 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%	8.28%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	16.12%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	0.65

Annualized Return: 4.37%
 Annualized Std. Dev: 6.23%

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.