



Política de inversión

Diciembre 2020

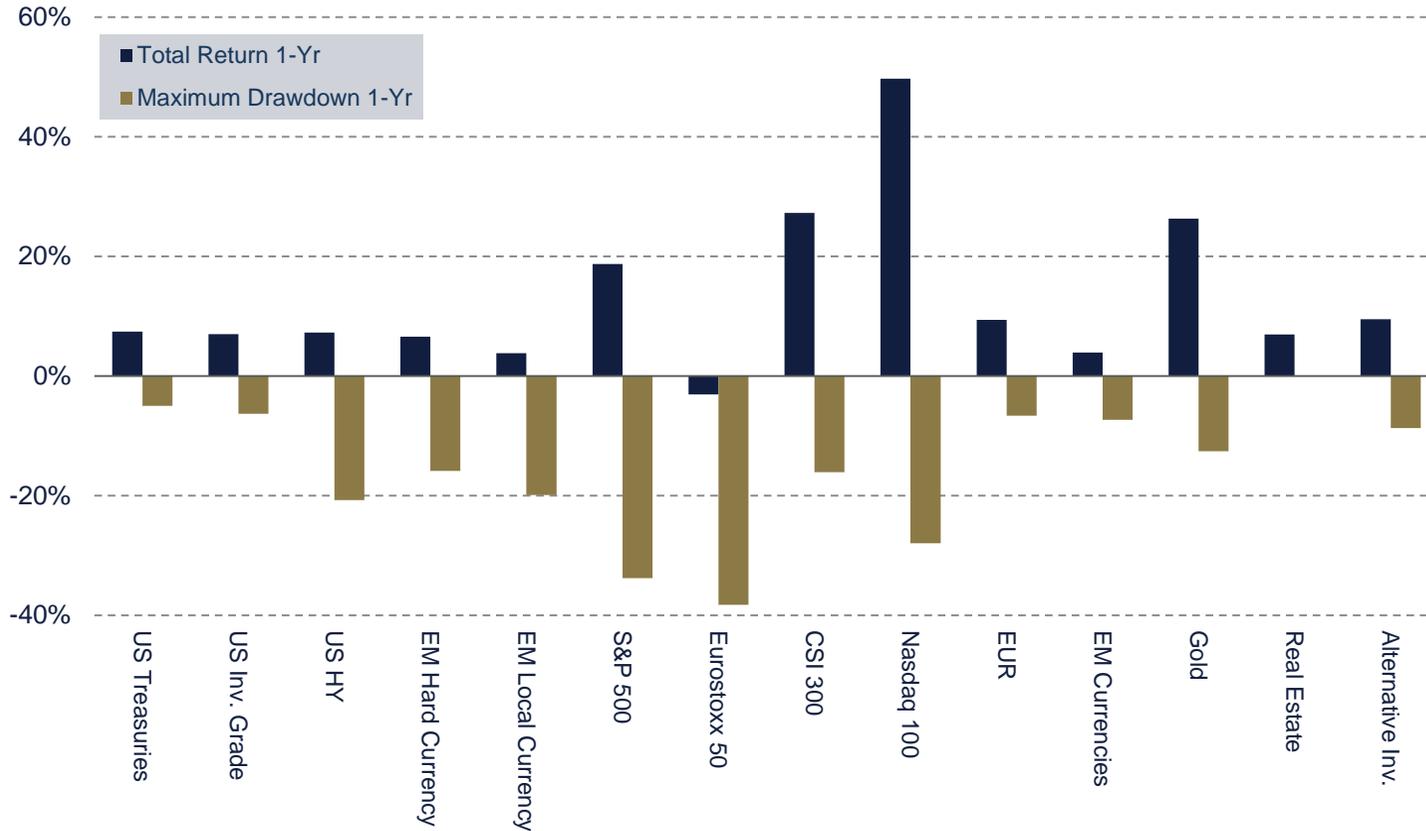
Resumen de mercados – Diciembre 2020

- **El 2020 será un año inolvidable.** Por un lado, un año triste y terrible, en el que se han perdido muchas vidas, muchas otras personas han sufrido dificultades económicas y todos hemos visto limitadas nuestras libertades. Un poderoso recordatorio de que tanto la vida en el planeta, como nuestro orden social son muy frágiles. Pero por otro lado, un año en el que también hemos visto enormes muestras de solidaridad, y nos hemos podido maravillar de cómo la inventiva humana nos permite sobreponernos a los problemas
- Evidentemente, los mercados financieros no han sido inmunes a todo esto. **El pánico y el miedo ante lo desconocido hicieron que los mercados se hundieran** en marzo; mientras que la **solidaridad en forma de masivos paquetes de ayuda gubernamental hizo posible que la economía no cayese en una depresión.** Por último, la adaptabilidad y la innovación empresarial permitieron que la economía recuperara buena parte del terreno perdido, y **los mercados financieros tuvieron el mayor rebote jamás experimentado**
- **De cara al año entrante**, se puede decir que en lo que respecta a la economía, la variable principal es la **evolución de la pandemia**, mientras que para los mercados financieros, son los **tipos de interés**. Sin duda, la pandemia ha contribuido al colapso de los tipos de interés, pero no es la única causa. **La mayor incógnita de cara al futuro cercano es si la casi segura recuperación económica traerá consigo un aumento en los tipos de interés y/o la inflación**, que pueda impactar negativamente en las valoraciones
- Llegados a este punto, **los altos múltiplos de la renta variable unidos a los reducidos diferenciales de crédito, dejan a los inversores mal equipados para enfrentarse a un eventual incremento de la aversión al riesgo.** Agregando a este cóctel el que la tasa libre de riesgo se encuentra en mínimos, hay que **aceptar que las rentabilidades de las carteras serán mucho más bajas en el futuro**
- **Las acciones no sólo nos parecen mucho más atractivas que los bonos desde una perspectiva de valor relativo, sino también desde el punto de vista de la gestión de riesgos.** Si un fuerte crecimiento económico hace que aumenten los tipos de interés, los beneficios empresariales deberían subir en tándem; proporcionando con ello cierto apoyo a las valoraciones. En el caso de los bonos, con unos diferenciales de crédito ya tan exiguos, el margen para amortiguar el impacto negativo de la subida de los tipos es limitado

Política de inversión

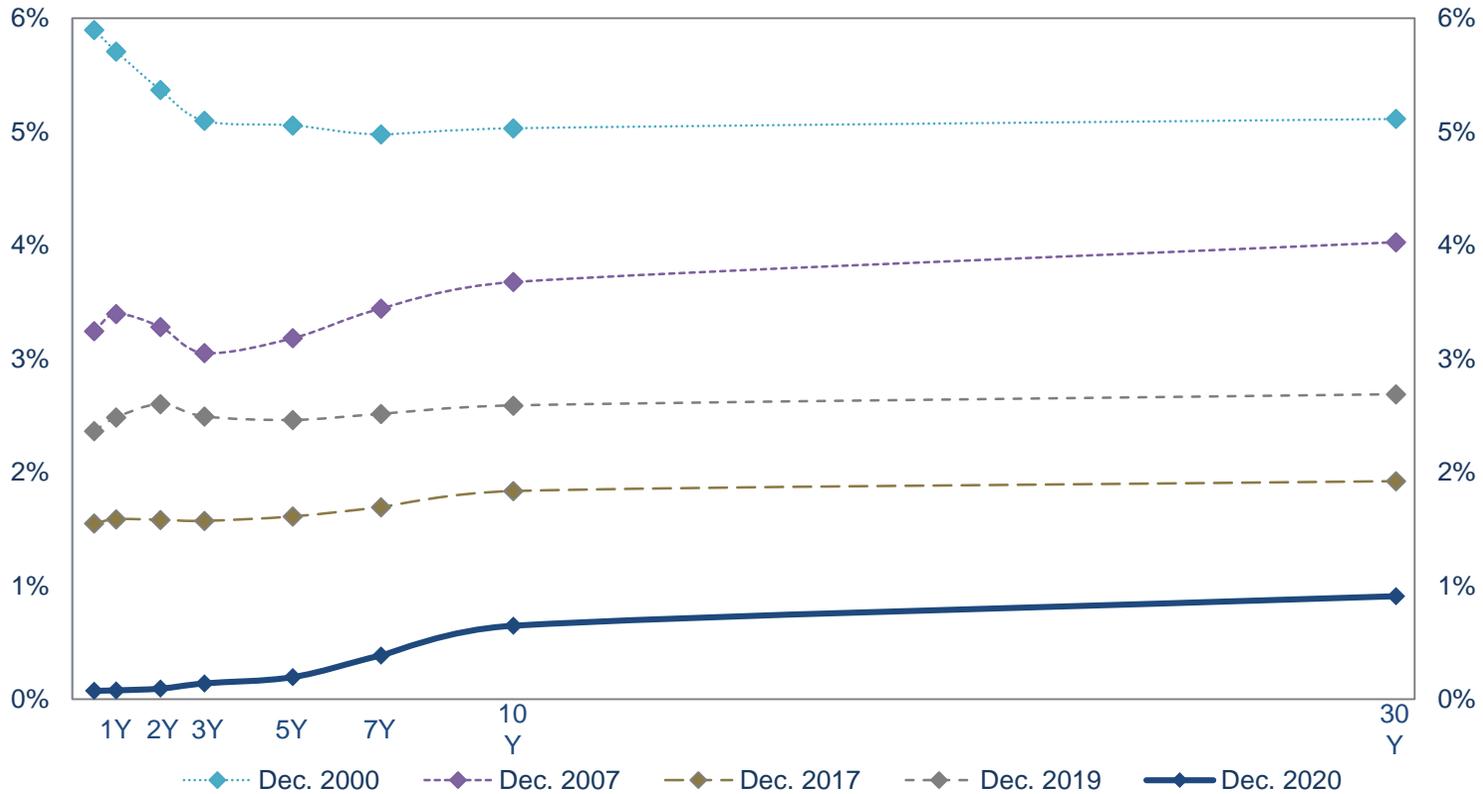
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US		Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado masivamente, favorecemos los bonos del Tesoro a largo plazo
	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
	Asia		Recomendamos invertir de forma selectiva en la región; favoreciendo las acciones de alto crecimiento
	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, fintech 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 ultimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos, aportando cierta liquidez

Un año irrepetible



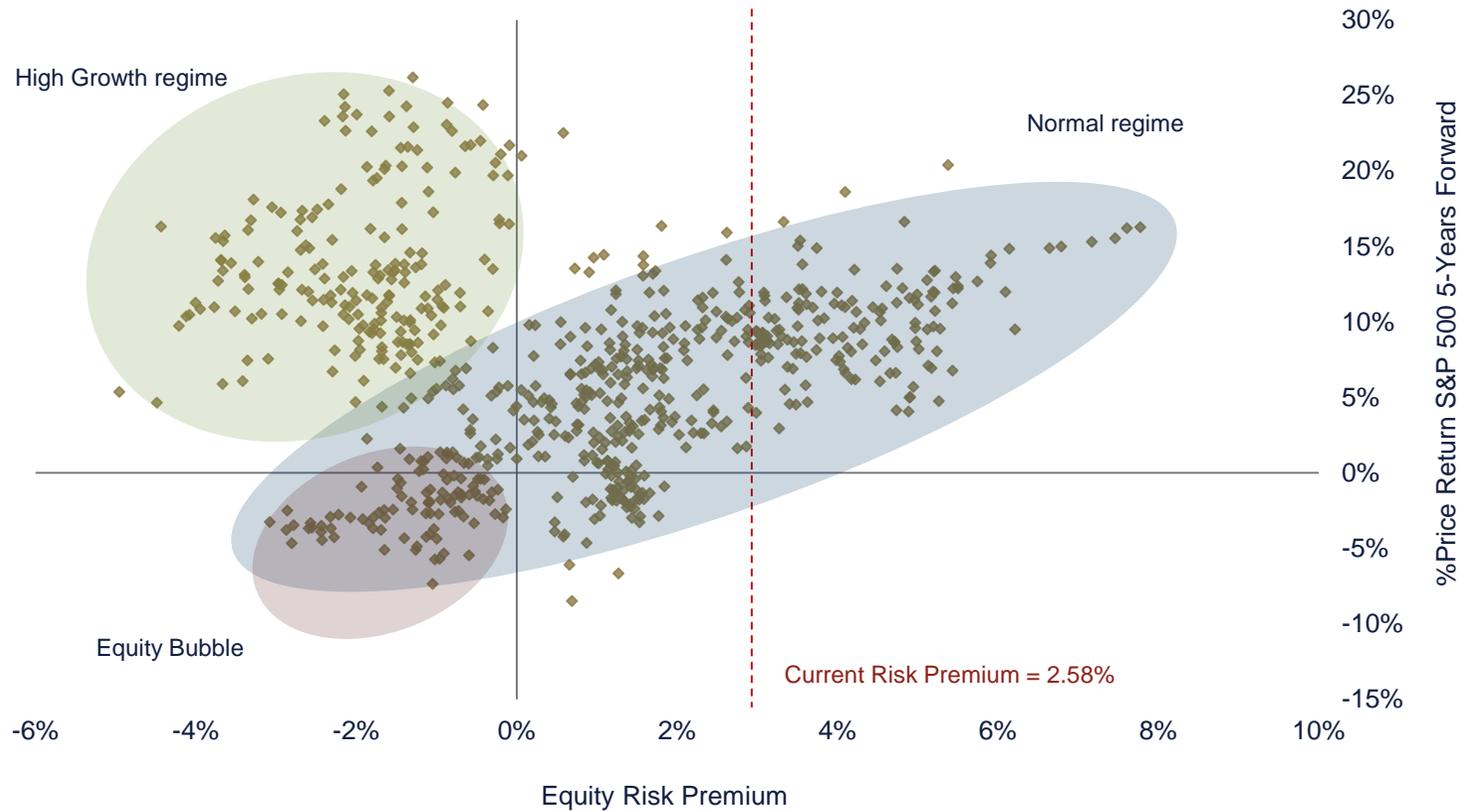
- Este año hemos sido testigos del **mayor vaivén jamás experimentado en los mercados financieros**. La caída fue provocada por el pánico de los inversores al tener que enfrentarse a un evento para el que no existe un precedente en tiempos modernos. Mientras que **el rebote fue impulsado por las masivas respuestas de apoyo fiscal y monetario**
- **Los inversores también carecen de un marco de referencia para evaluar las consecuencias a largo plazo** de dichas políticas, por lo que seguimos escribiendo capítulos completamente novedosos de la historia de las finanzas

El gran colapso



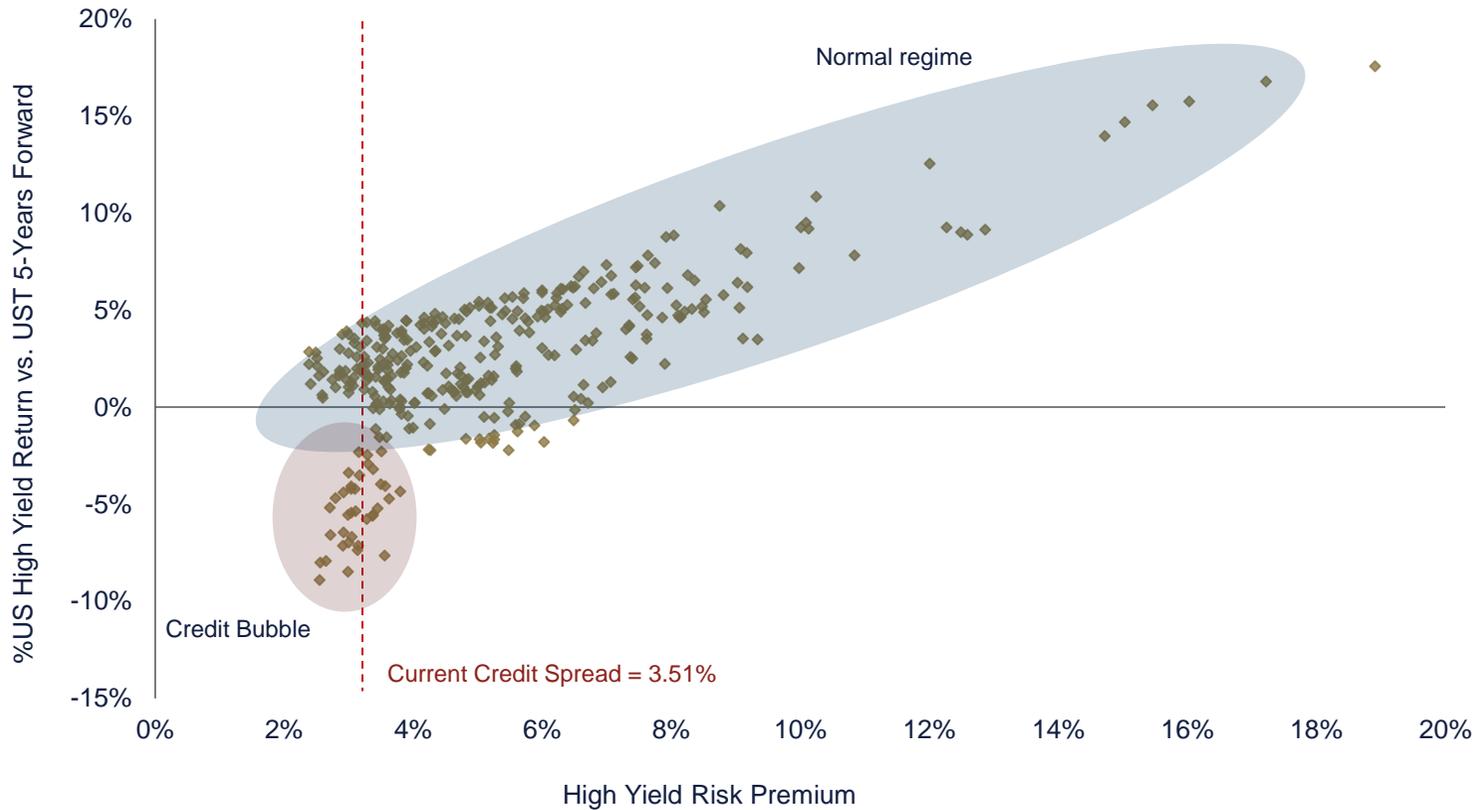
- Las **valoraciones actuales solo pueden explicarse por el colapso de los tipos de interés, el cual es anterior a la pandemia**. De hecho, éste se inició mucho antes de que los bancos centrales comenzaran a inyectar enormes cantidades de liquidez en el mercado después de la crisis financiera
- Después de que **a principios de 2019, la Fed mostrara su impotencia para seguir normalizando la política monetaria**, los tipos de interés a largo plazo han completado lo que podría ser su última gran bajada. Esto significa que probablemente **los inversores ya no disfrutarán del viento de cola que ha impulsado los mercados durante las últimas décadas**

¿Cuánto colchón de seguridad hay en la renta variable?



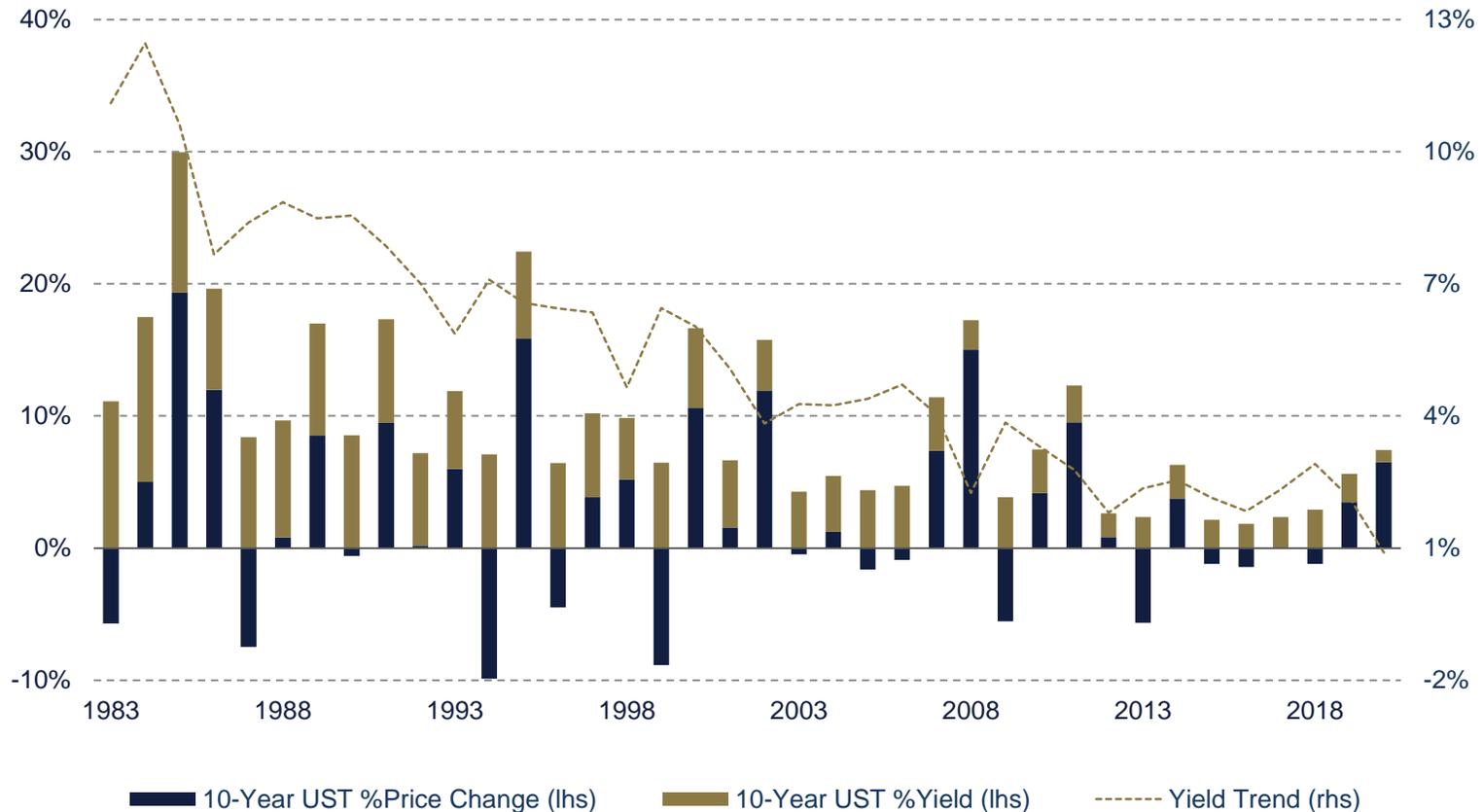
- **Los bajos tipos de interés permiten múltiplos más altos, lo que a su vez deprime la rentabilidad implícita de las acciones.** Mientras esta última sea mayor que la tasa libre de riesgo, la renta variable sigue siendo atractiva. Pero a medida que los inversores se lanzan sobre las acciones en ausencia de mejores alternativas, **el colchón de seguridad disminuye**
- **La prima de riesgo se encuentra actualmente en un nivel que históricamente ha demostrado ser lo suficientemente amplio como para resultar un buen punto de entrada;** sin embargo, teniendo en cuenta lo sensibles que son las valoraciones a los cambios en los tipos de interés, es importante **continuar siendo muy selectivos**

La búsqueda de rendimientos puede acabar en el precipicio



- **Los mercados de crédito, por el contrario, tienen mucho menos margen** para capear futuros baches en el camino. Estos podrían surgir como resultado de una desaceleración económica, o por un aumento de la aversión al riesgo
- **A diferencia de las acciones, la rentabilidad de un bono está limitada.** Un aumento de los beneficios empresariales se traduce en un aumento en el precio de una acción, en principio ilimitado. Sin embargo, para los bonos de esta compañía, sólo causa una reducción en la probabilidad de que haya un impago

Será difícil compensar las fluctuaciones en precio



- **Para complicar aún más las cosas para los inversores en bonos, el otro componente del "carry", la tasa libre de riesgo, se encuentra en mínimos históricos.** Esto significa que los inversores en bonos prácticamente no tiene resguardo frente a shocks de inflación o crecimiento
- **La diversificación de las carteras se vuelve más difícil** a medida que las inversiones en bonos se ven privadas de "carry", mientras que a su vez todas las clases de activos se vuelven cada vez más dependientes de las tasas de interés; esto nos obliga a repensar la asignación tradicional de activos

La convergencia en política monetaria afecta al dólar



- **El impacto del colapso de la curva de tipos americana se ha dejado sentir también en los mercados de divisas.** Con el diferencial de tipos de interés estrechándose considerablemente, **el atractivo del dólar estadounidense ha disminuido.** Actualmente, el dólar se cotiza cerca del valor razonable en términos de paridad de poder adquisitivo frente al euro
- Sin embargo, **los diferenciales de crecimiento económico serán cada vez más importantes**, favoreciendo al dólar y al yuan chino, el cual está ganando progresivamente reconocimiento como moneda de reserva

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%	30%

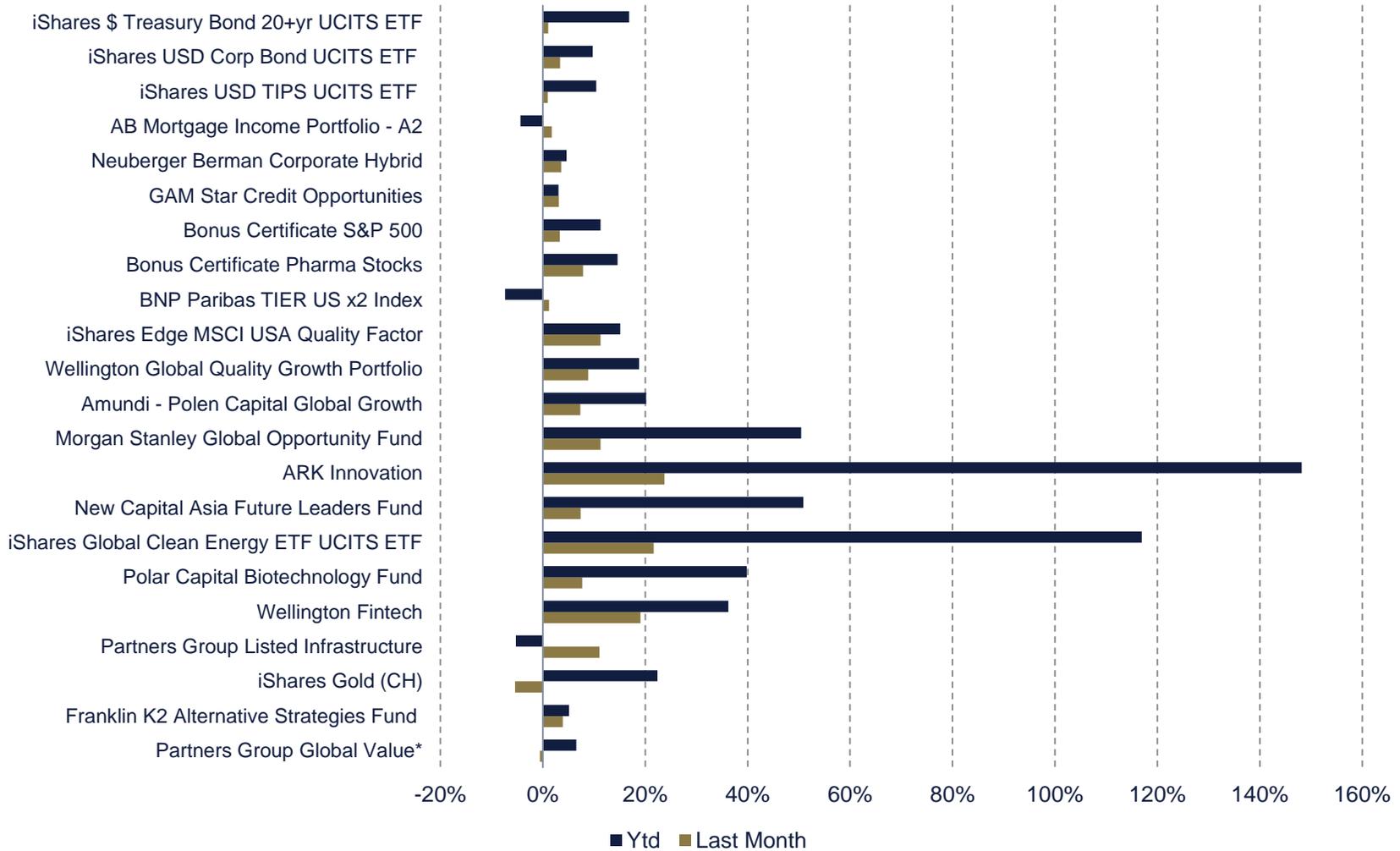
Catalizadores a corto plazo

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,

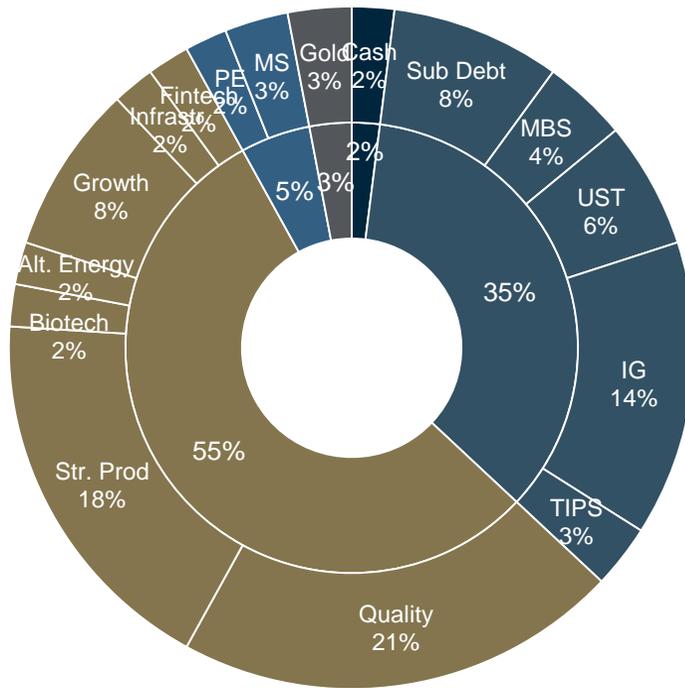
Evolución de la cartera modelo



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

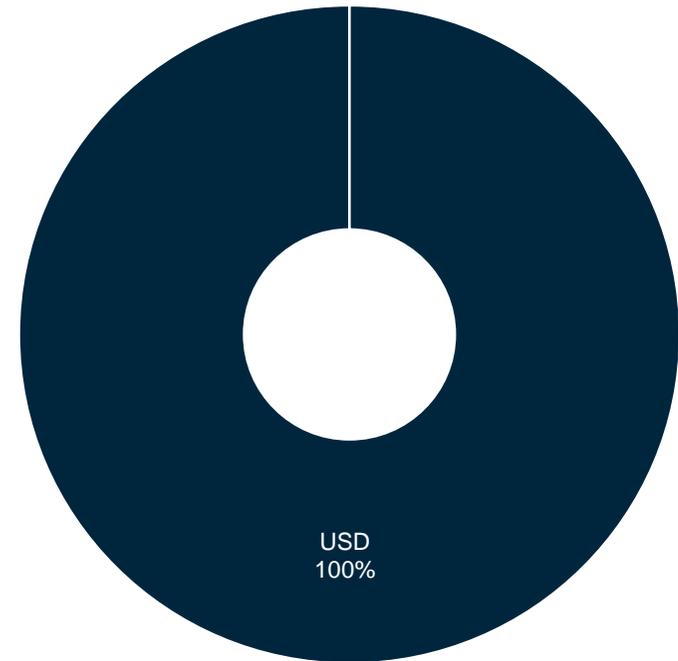
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



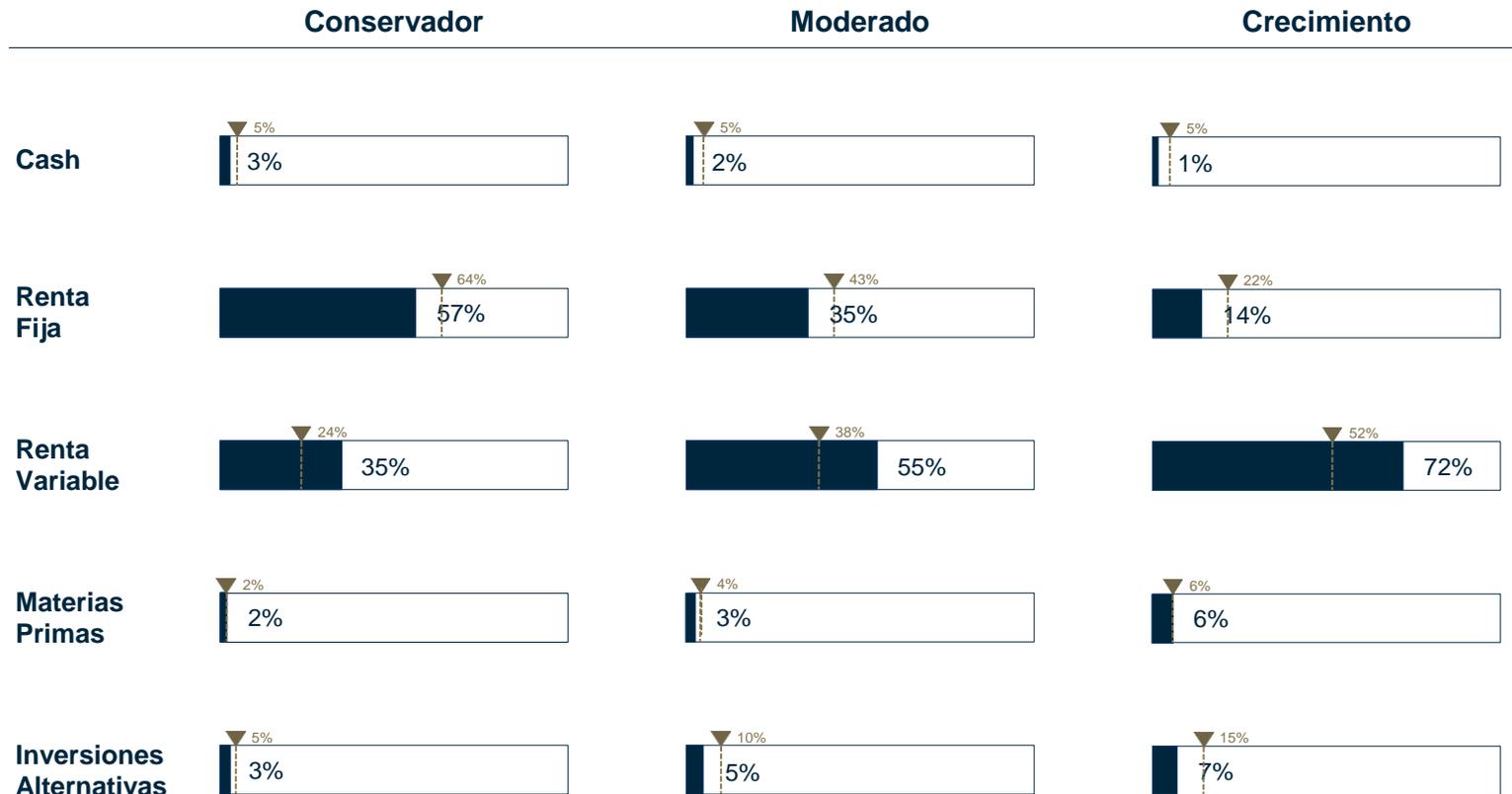
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



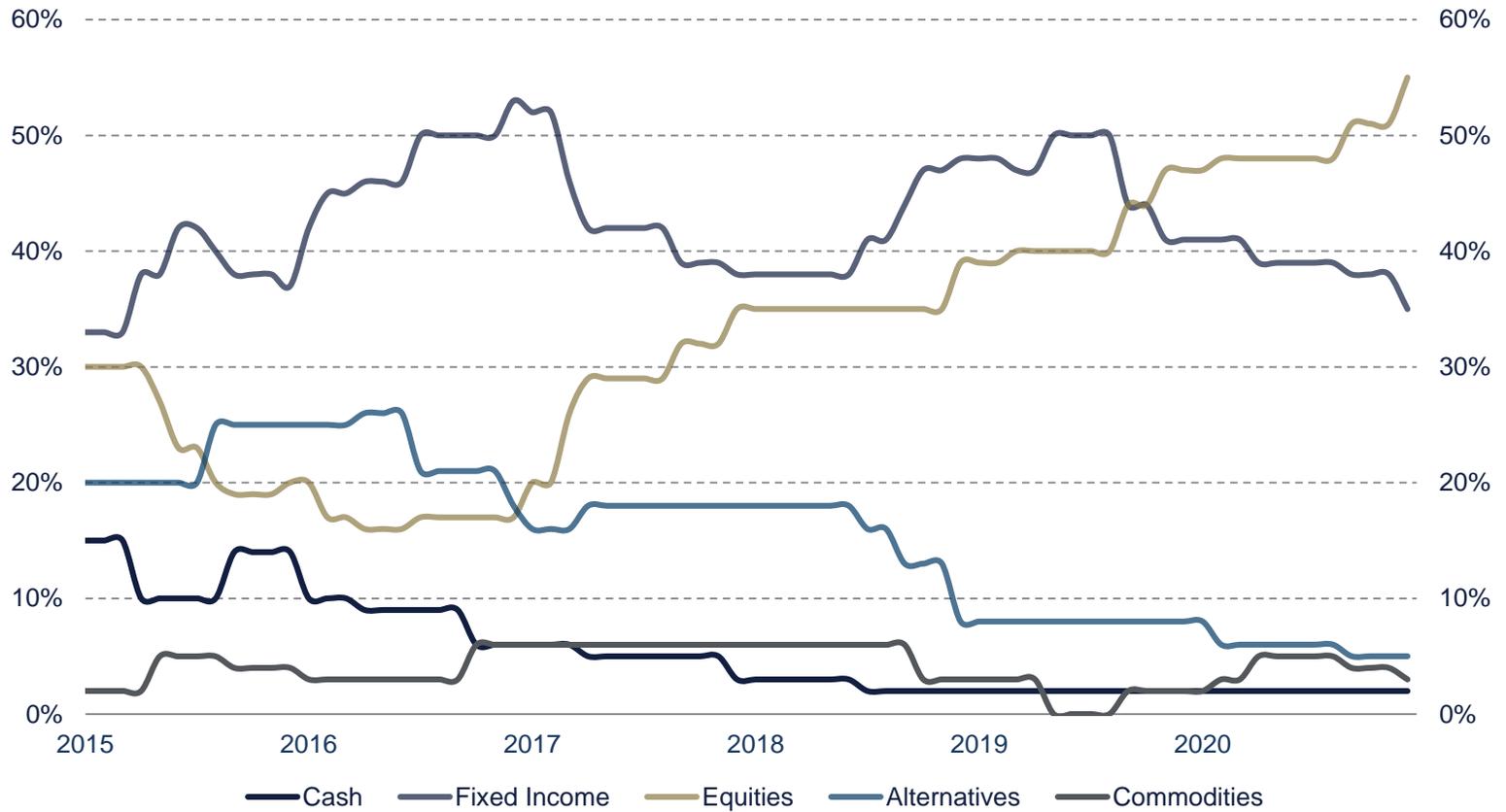
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

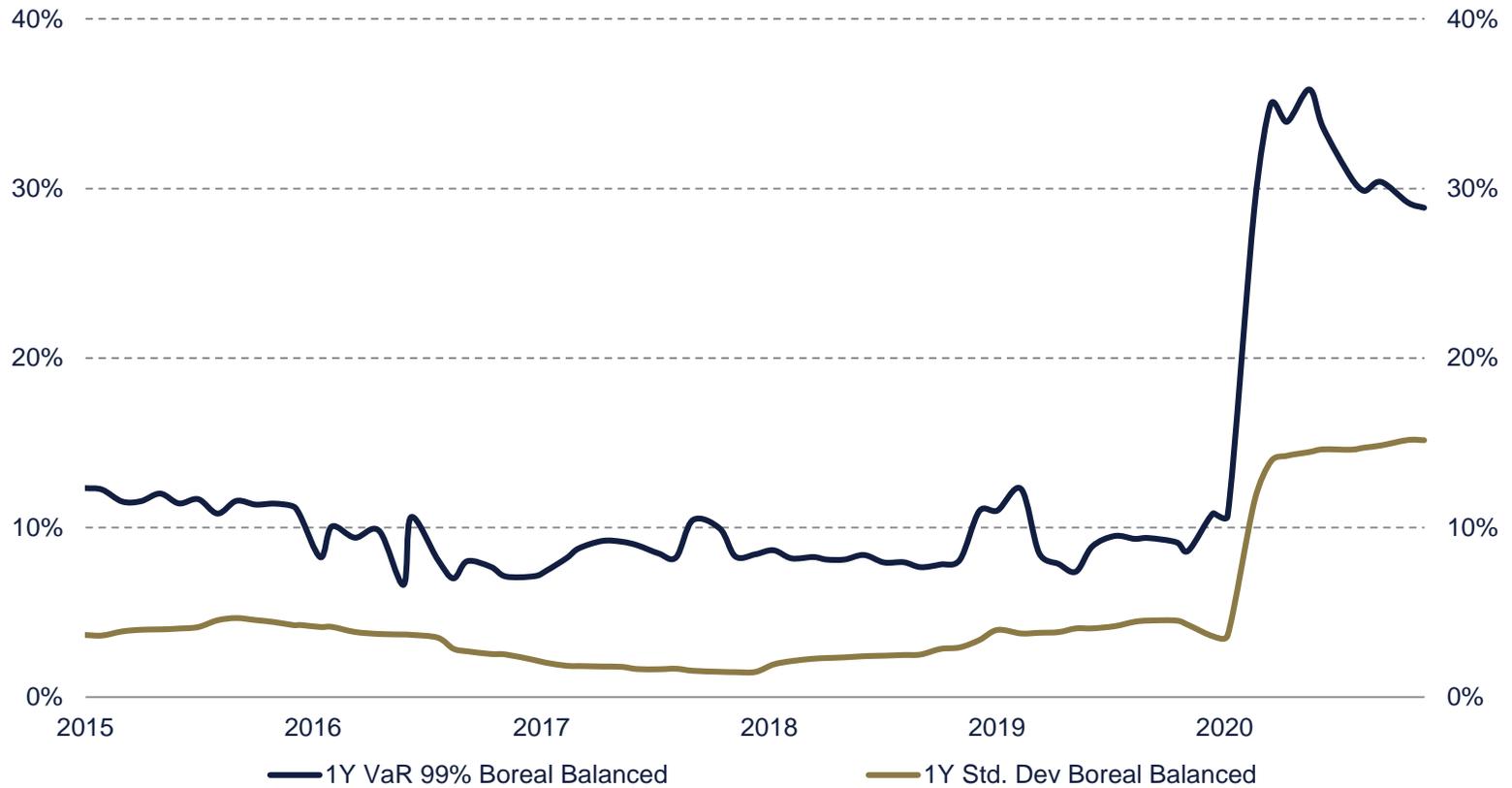


▼ Asignación de Activos Estratégica

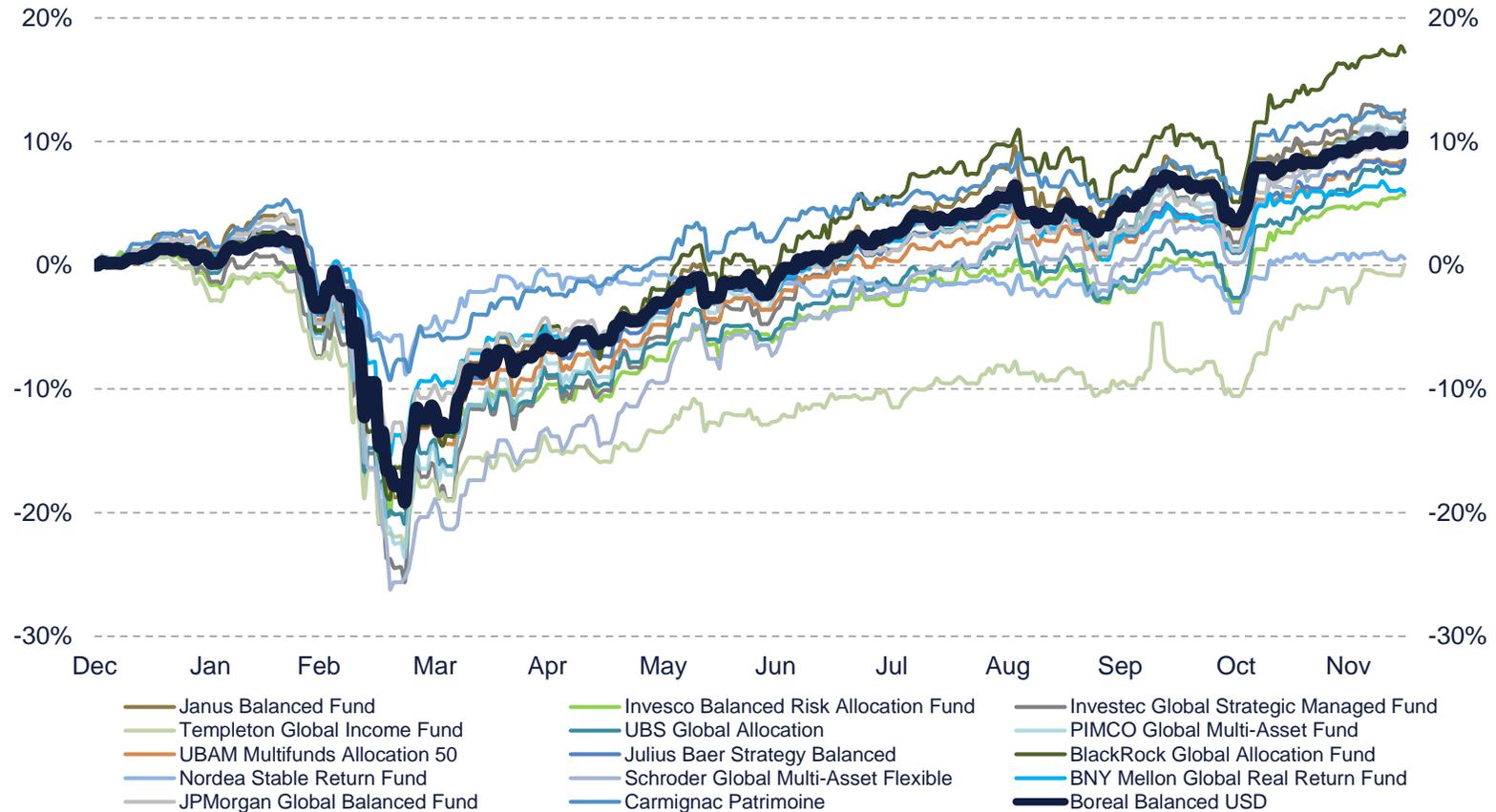
Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos



Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **7° de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **8° de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3° de 15**
- **Sharpe Ratio** (1 año¹): **3° de 15**

¹ A 15 de diciembre de 2020
Fuente: Bloomberg

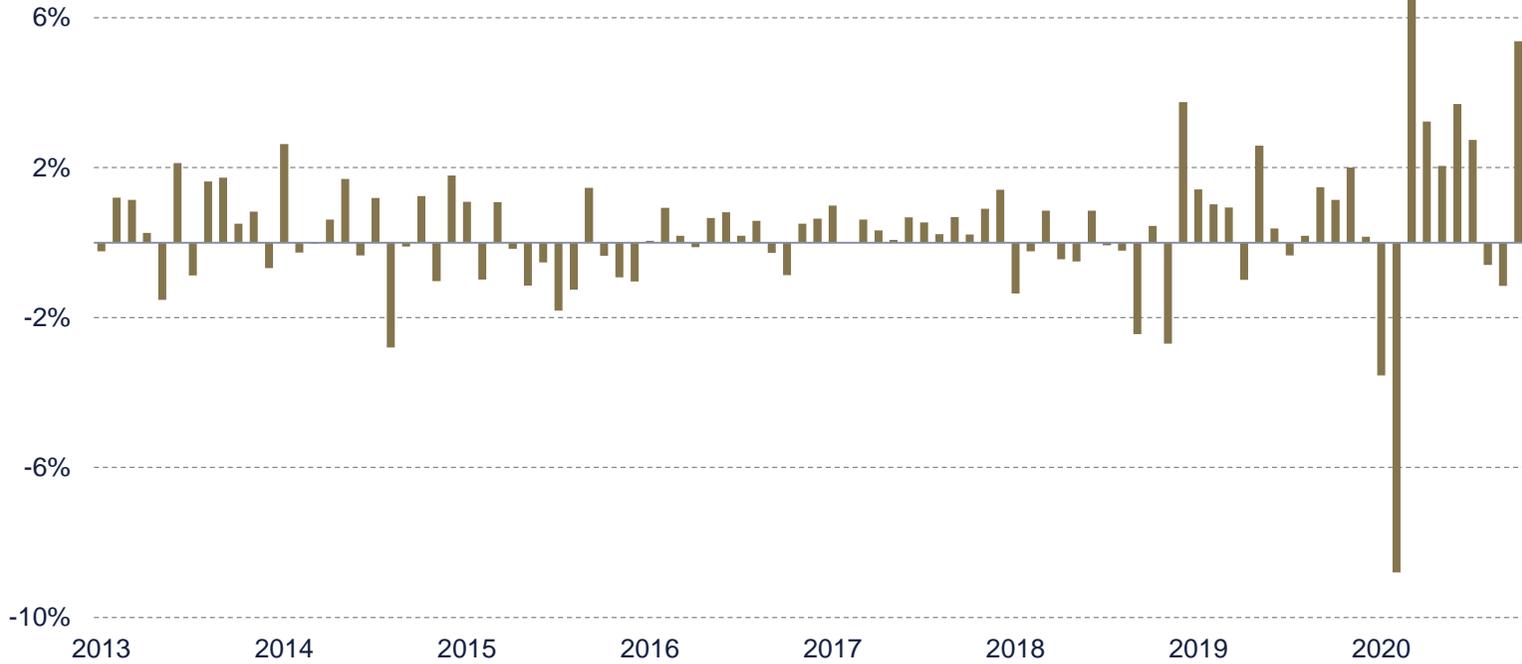
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **10.43%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **15.52%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **12.21%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **0.77**

¹ A 15 de diciembre de 2020

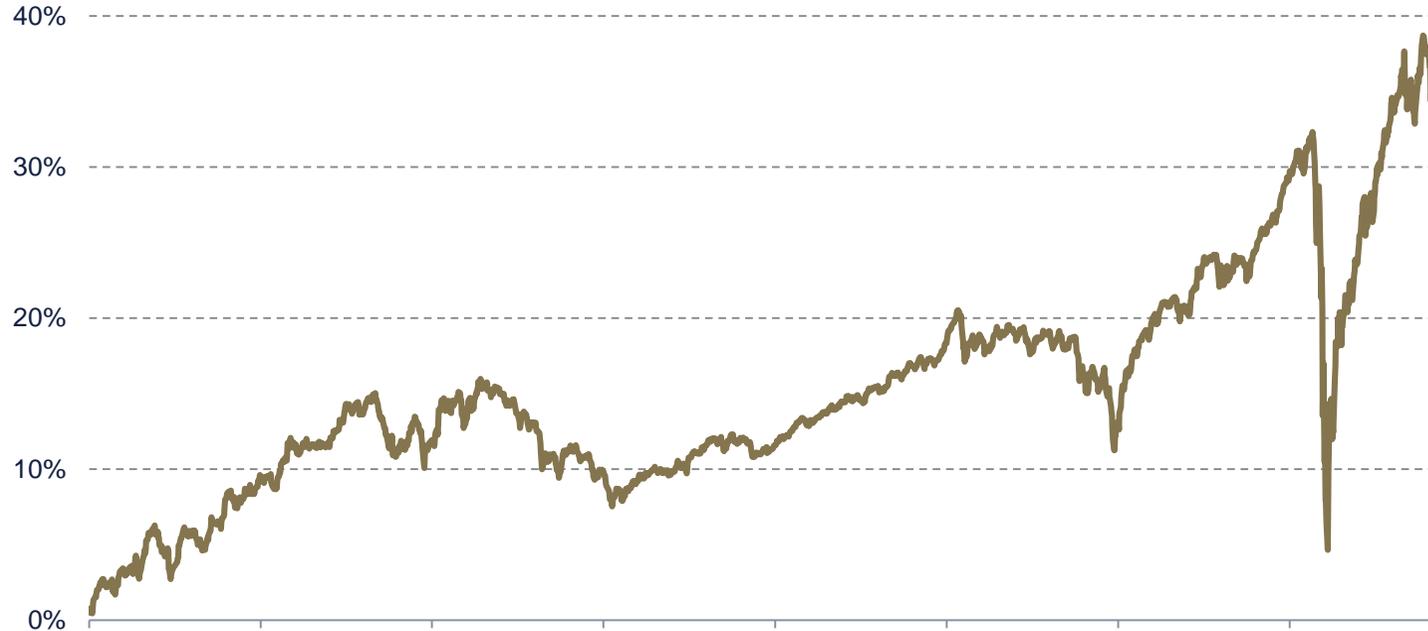
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 11.79%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 22.09%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2013¹): 42.85%**

¹ A 15 de diciembre 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%	10.43%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.52%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	0.77

Annualized Return: 4.58%
 Annualized Std. Dev: 6.21%

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.