



Política de inversión

Enero 2021



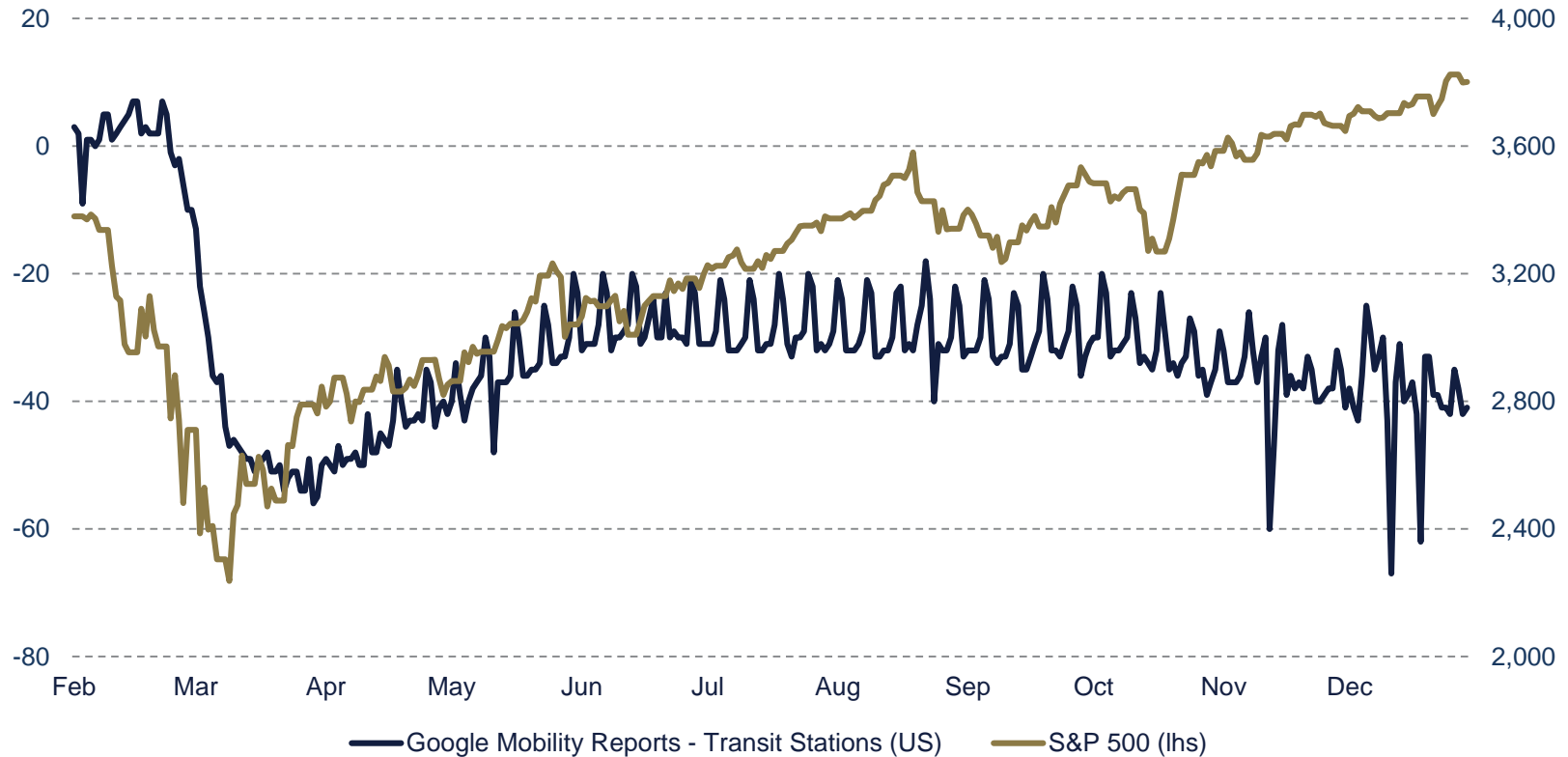
Resumen de mercados – Enero 2021

- Mientras la **pandemia sigue causando estragos** y amenaza a una población exhausta con una nueva ronda de cuarentenas, **los mercados financieros están más cerca de la euforia que de la desesperación**; aferrados a una narrativa ampliamente aceptada, según la cual las economías se recuperarán con fuerza cuando se alcance la inmunidad colectiva gracias a las vacunas. Todo ello, en un escenario en que los tipos de interés permanecerán extremadamente bajos durante mucho tiempo
- El futuro **dependerá en gran parte de cuánto de rápido y con qué fuerza se recupere la economía** en la segunda mitad del año. La **confianza de las empresas y los consumidores se mantiene elevada**, sostenida por las medidas de ayuda de los gobiernos. Sin embargo, existen **incertidumbres sobre el apetito de los consumidores por gastar una vez se levanten las restricciones**, así como en qué medida el mercado laboral recuperará los empleos perdidos
- Al mismo tiempo, **la economía debe crecer con fuerza sin que esto conlleve un aumento en las expectativas de inflación a largo plazo** (algunos aumentos de precios a corto plazo serán prácticamente inevitables), ya que las valoraciones actuales solo son sostenibles si los tipos de interés no repuntan
- Dado que los precios de los activos financieros son clave para la estabilidad del sistema, **la Fed ha asegurado a los mercados que será paciente; permitiendo que la inflación se acelere antes de subir los tipos**. Pero a largo plazo, las tasas de interés están determinadas por la oferta y la demanda, y si se generan dudas entre los inversores, **existe el riesgo de una subida desordenada**
- Los inversores deben aceptar que **la rentabilidad de las carteras será menor en los años venideros**. La principal fuente de rendimiento debe provenir de la renta variable, ya que el ofrecido por la renta fija es actualmente muy bajo; como resultado de unas tasas de interés históricamente bajas y estrechos diferenciales crediticios. Las acciones, por el contrario, están relativamente bien valoradas, y ofrecen una ventana para participar del cambio tecnológico en el que estamos inmersos. Sin embargo, un mayor porcentaje de renta variable en las carteras implica **aceptar un mayor grado de riesgo**. Esto requiere pensar como inversores a largo plazo, de forma que se pueda hacer frente a la volatilidad inherente del mercado

Política de inversión

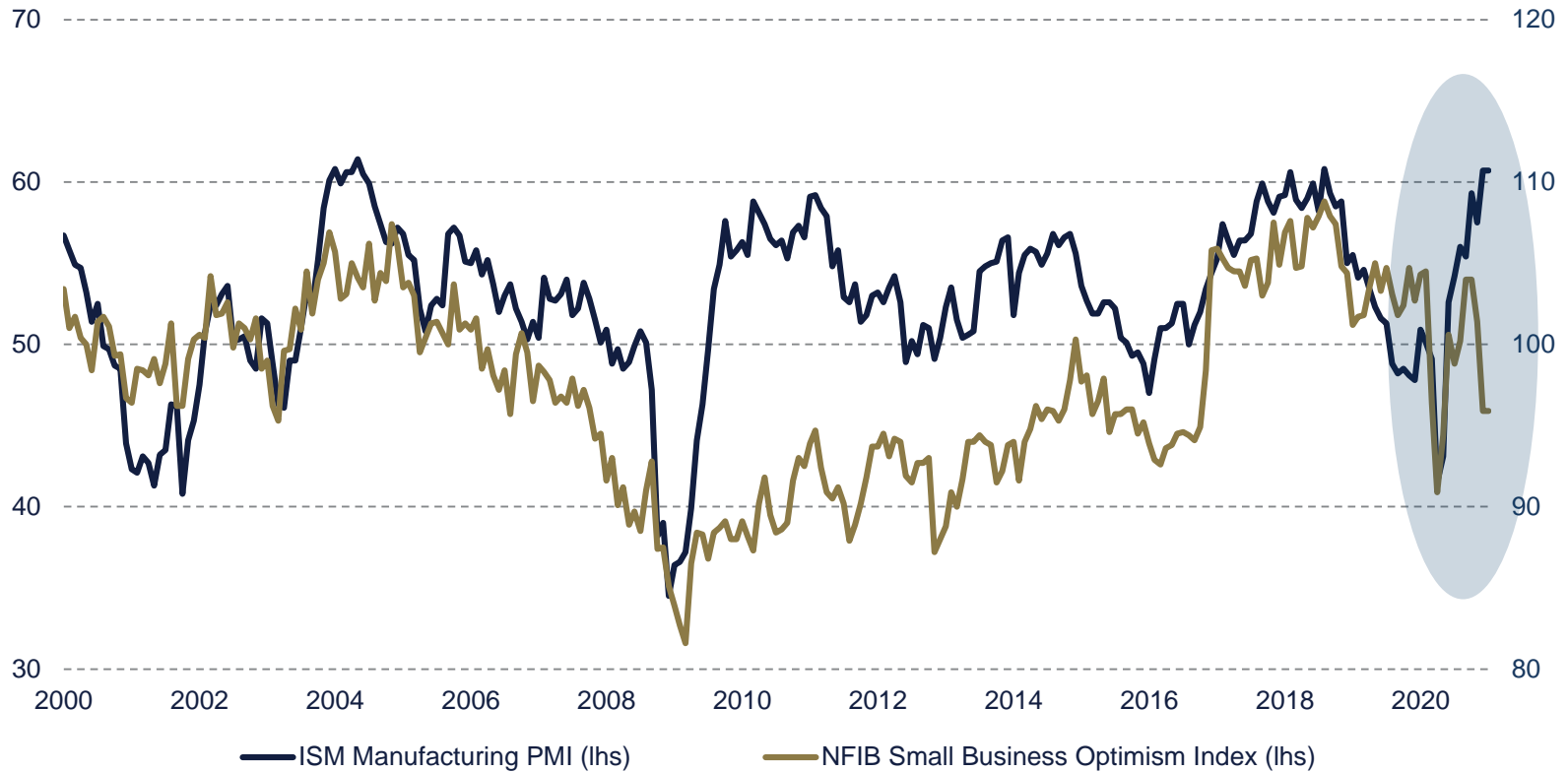
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US		Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado 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

Fatiga vs. euforia



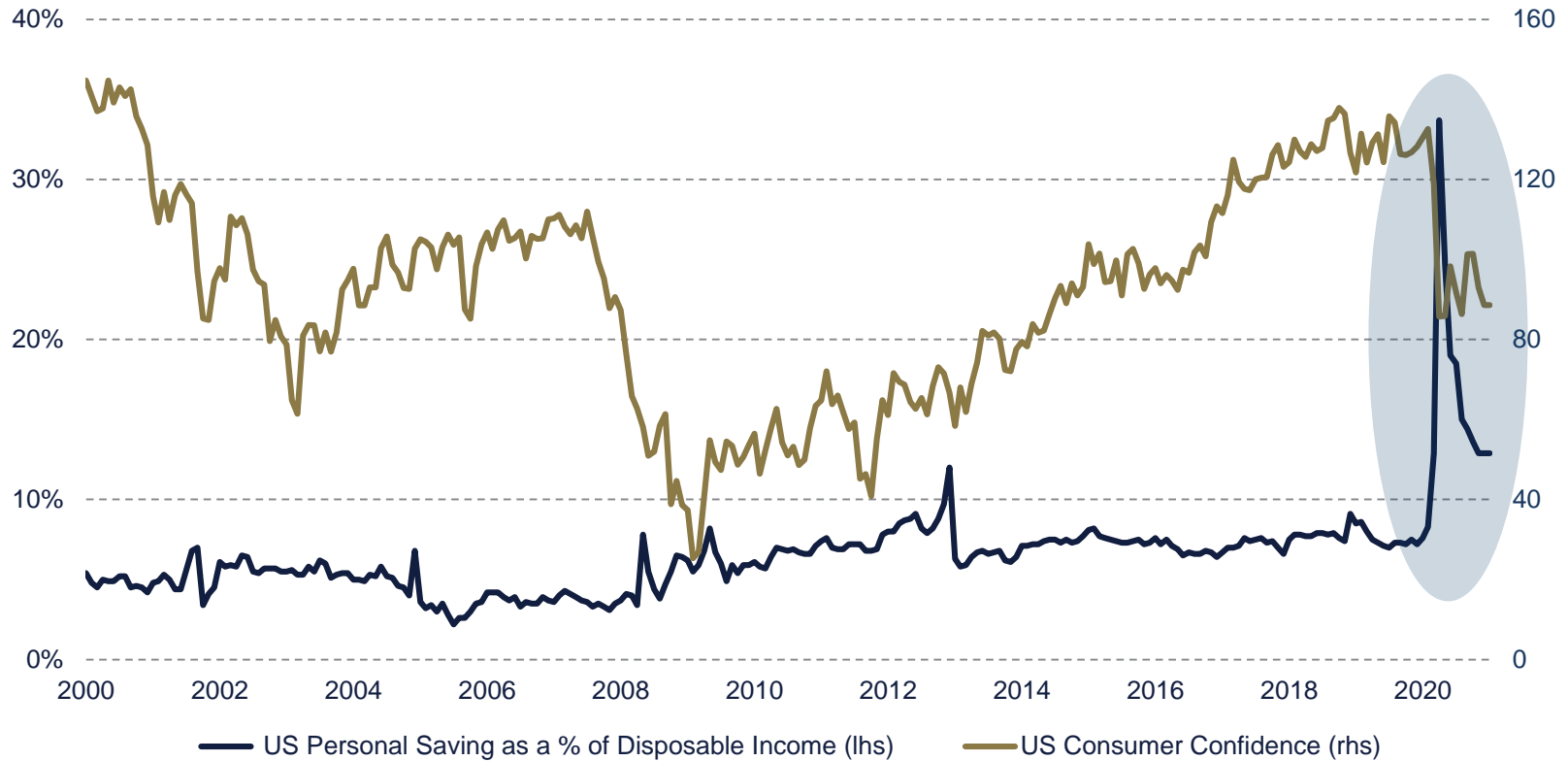
- Después de un año lidiando con el virus, sigue sorprendiendo lo insidiosa que es la transmisión del mismo. A pesar de las generalizadas medidas de protección, las **nuevas cepas del virus amenazan con otra ronda de estrictas cuarentenas**
- Esta evolución puede hacer que nos alejemos de los escenarios más optimistas, y que **tarde o temprano acabe afectando a las valoraciones de los activos**. Particularmente, si el despliegue de las vacunas sufre retrasos

La confianza se mantiene alta, pero...



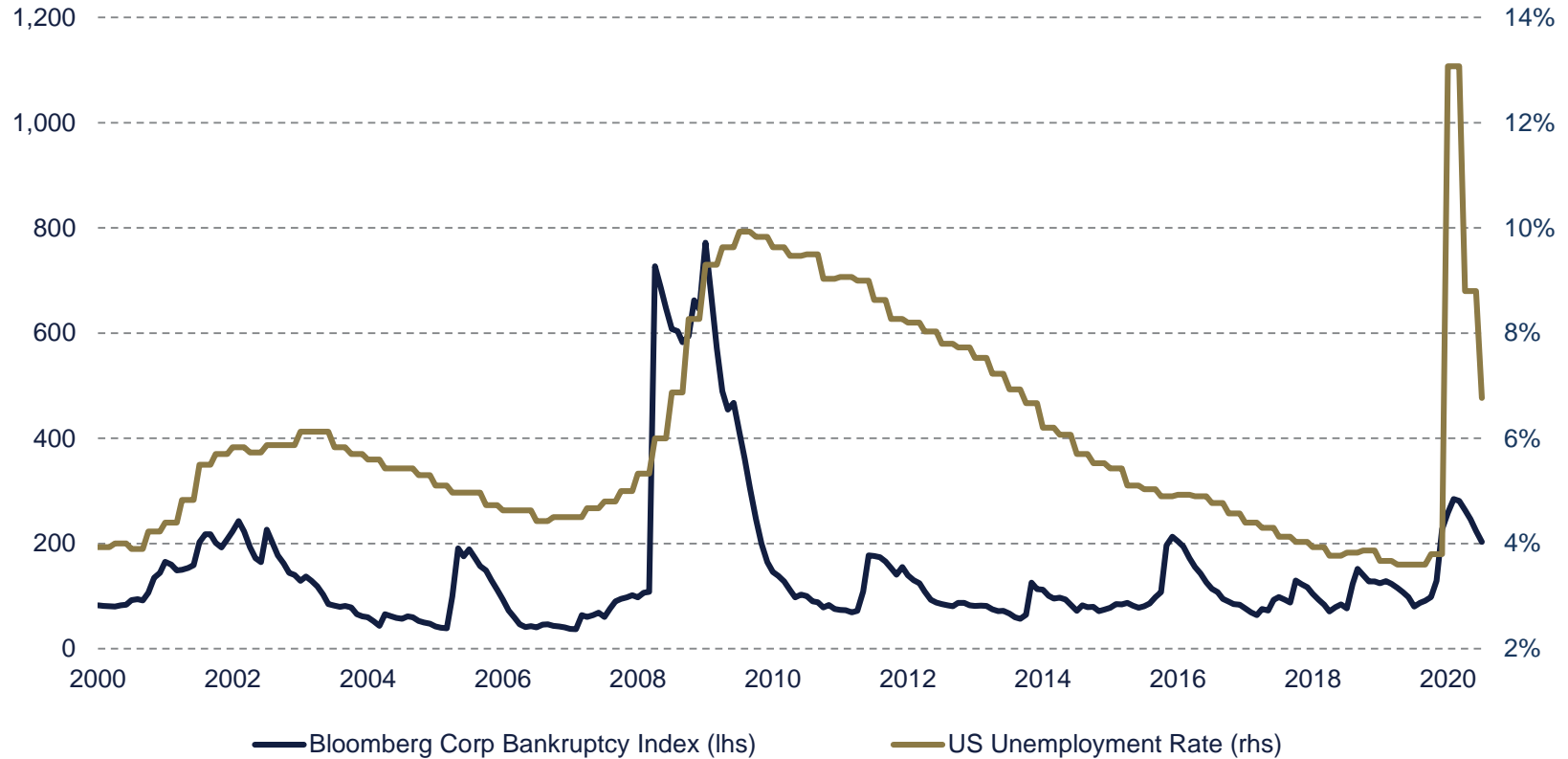
- Al igual que los mercados financieros, **las empresas siguen siendo razonablemente optimistas sobre las perspectivas a medio plazo de la economía**
- **Las fortunas están, sin embargo, divergiendo a nivel de compañías.** Las manufacturas se están comportando mejor que los servicios; y las grandes empresas con una fuerte huella digital están ganando cuota de mercado de los competidores minoristas más pequeños

El consumidor es clave para la recuperación



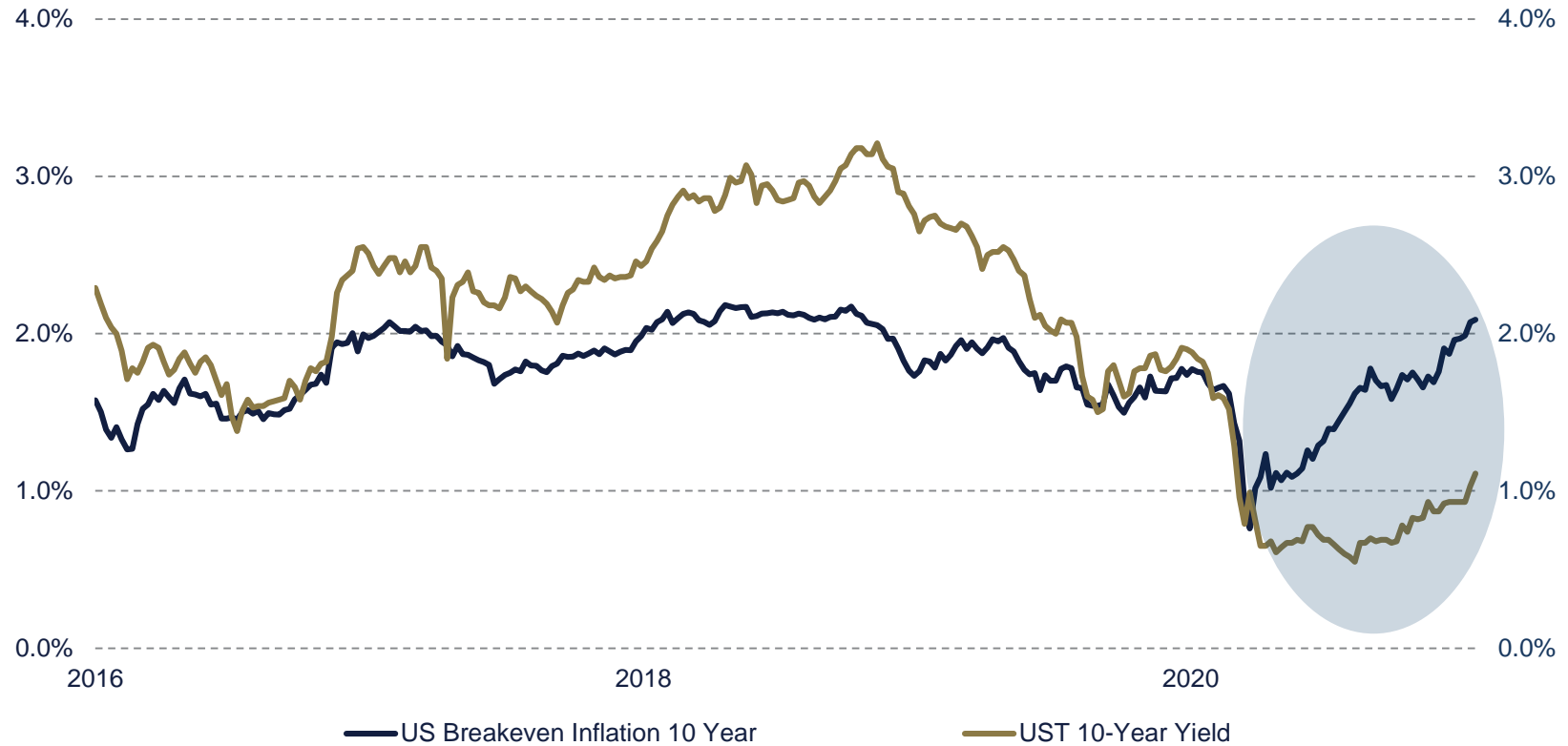
- La fuerza de **la recuperación económica dependerá fundamentalmente del comportamiento de los consumidores** una vez que se levanten las restricciones
- Los consumidores, en términos agregados, han ahorrado durante la pandemia. **Queda por ver si, cuando se levanten las restricciones, los hogares gastarán alegremente** o si decidirán seguir ahorrando para lo que pueda venir después

¿Cuánto será el daño permanente?



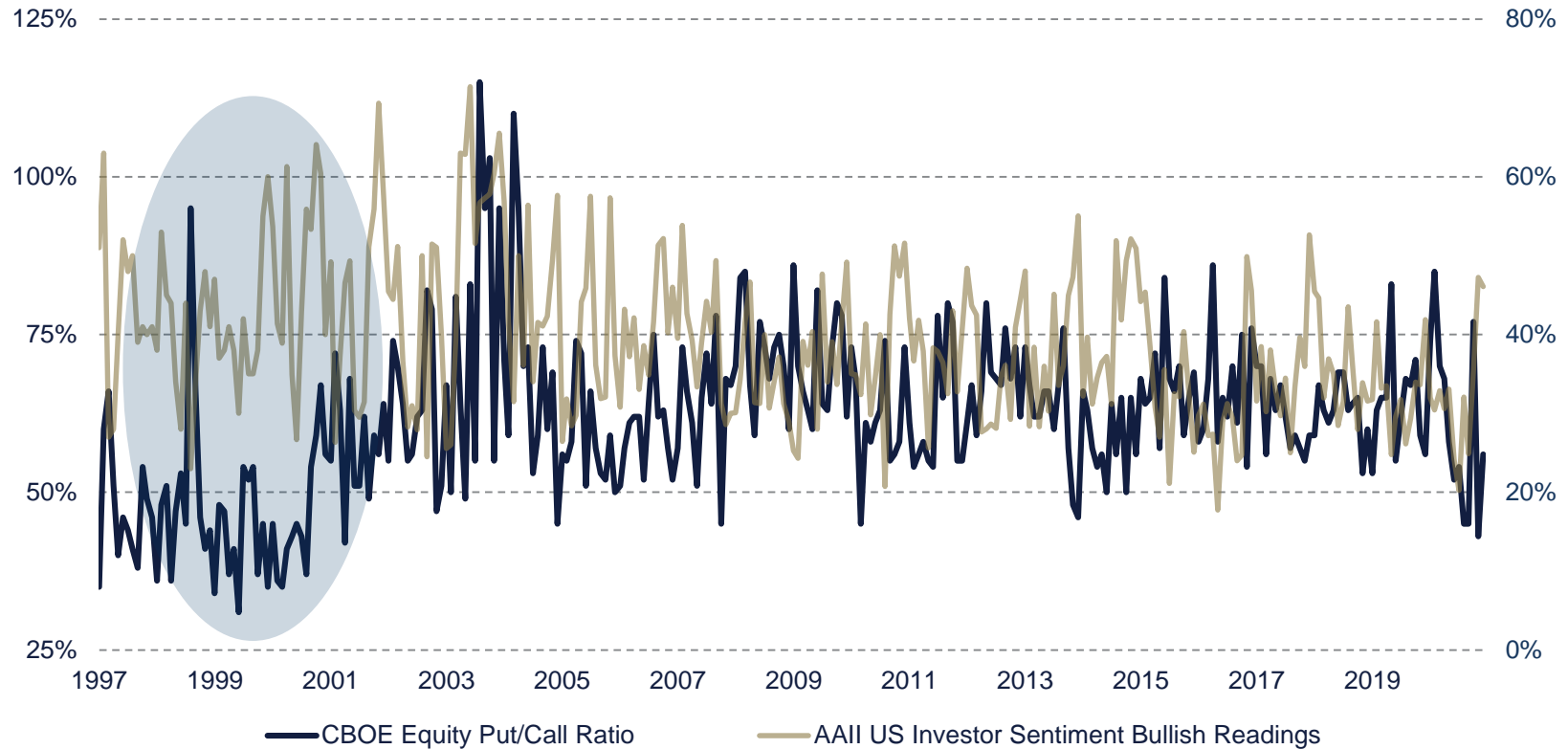
- Con una crisis de proporciones monstruosas, **aún no está claro el nivel de daño económico permanente**
- Una vez que las medidas de apoyo fiscal comienzan necesariamente a desvanecerse, **el impulso que tome la economía dependerá de la evolución del mercado laboral**

Allegro, ma non troppo...



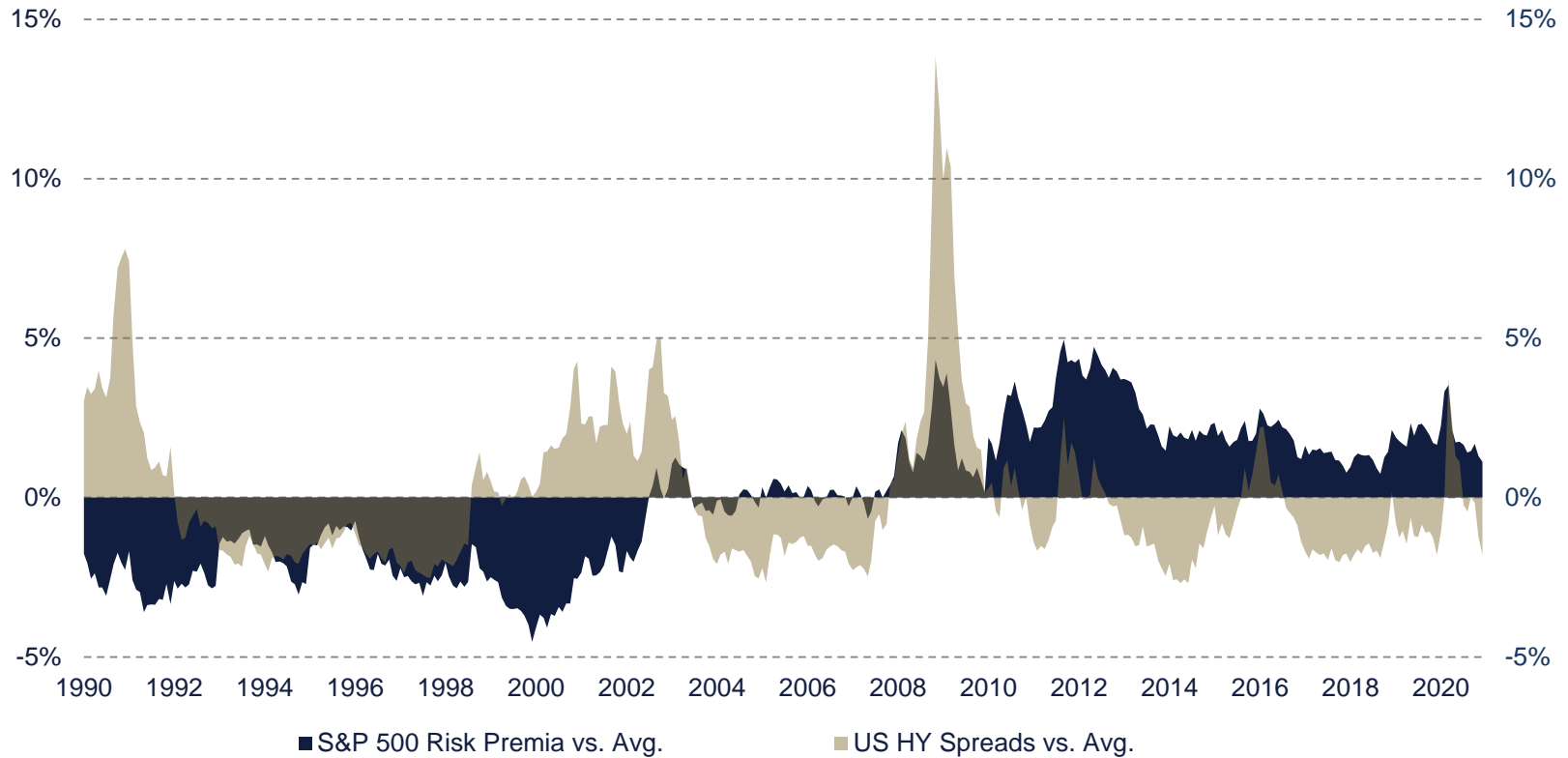
- Si una economía débil es la principal preocupación, una demasiado fuerte no está exenta de riesgos. **Si la inflación se acelera, los tipos de interés pueden aumentar, a pesar de las garantías de la Fed** de que no subirán tipos
- Este es el riesgo más importante para los mercados financieros y, en última instancia, para la economía. Sin embargo, **existe un mecanismo de auto-estabilización, ya que si las tasas repuntan demasiado, el riesgo de recesión aumenta**

Los temores a una burbuja son exagerados



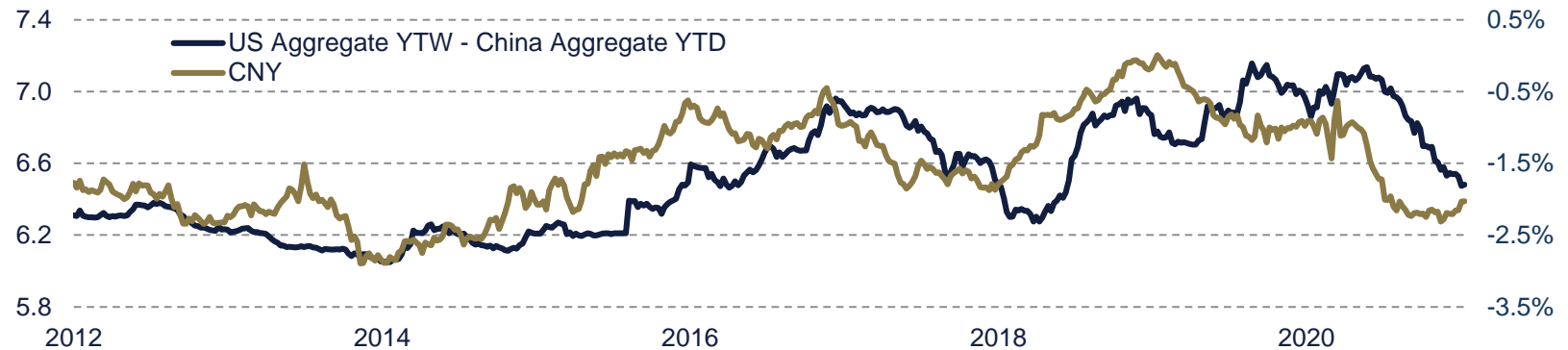
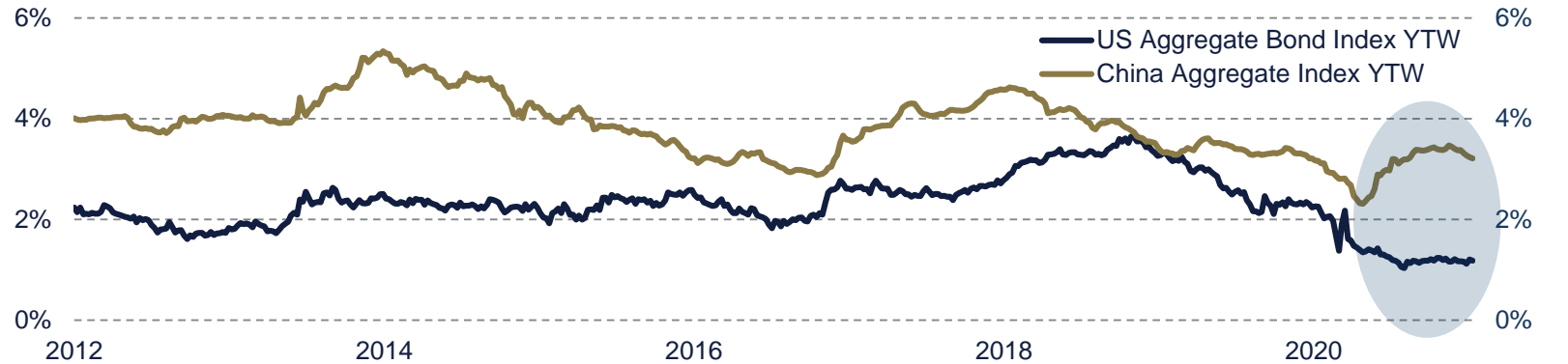
- Con **algunos rincones del mercado de valores en modo burbuja**, aumenta la preocupación acerca de que haya un exceso de optimismo
- Estos temores probablemente sean exagerados, pero nos indican que **el mercado es vulnerable a noticias decepcionantes**

Tendrá que ser la renta variable



- **Comparando con su promedio histórico, la renta variable sigue siendo atractiva;** pero existe una dependencia sin precedentes de los tipos de interés
- Los mercados de crédito, sin embargo, presentan un panorama muy diferente, con **los diferenciales de high yield y mercados emergentes en el rango inferior de su espectro**

China volverá a ser el centro de atención



- A medida que la crisis del Covid se acerca a su fin, **China está emergiendo con una posición más fuerte**; con Estados Unidos inmerso en una crisis política
- Incidentes como la abortada salida a bolsa de Ant destacan como, desde el punto de vista de la protección de los inversores, los **mercados financieros chinos aún están muy lejos de los de EE.UU.**; aunque no hay duda de que **seguirán ganando en importancia relativa**

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 la población haya sido vacunada 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%

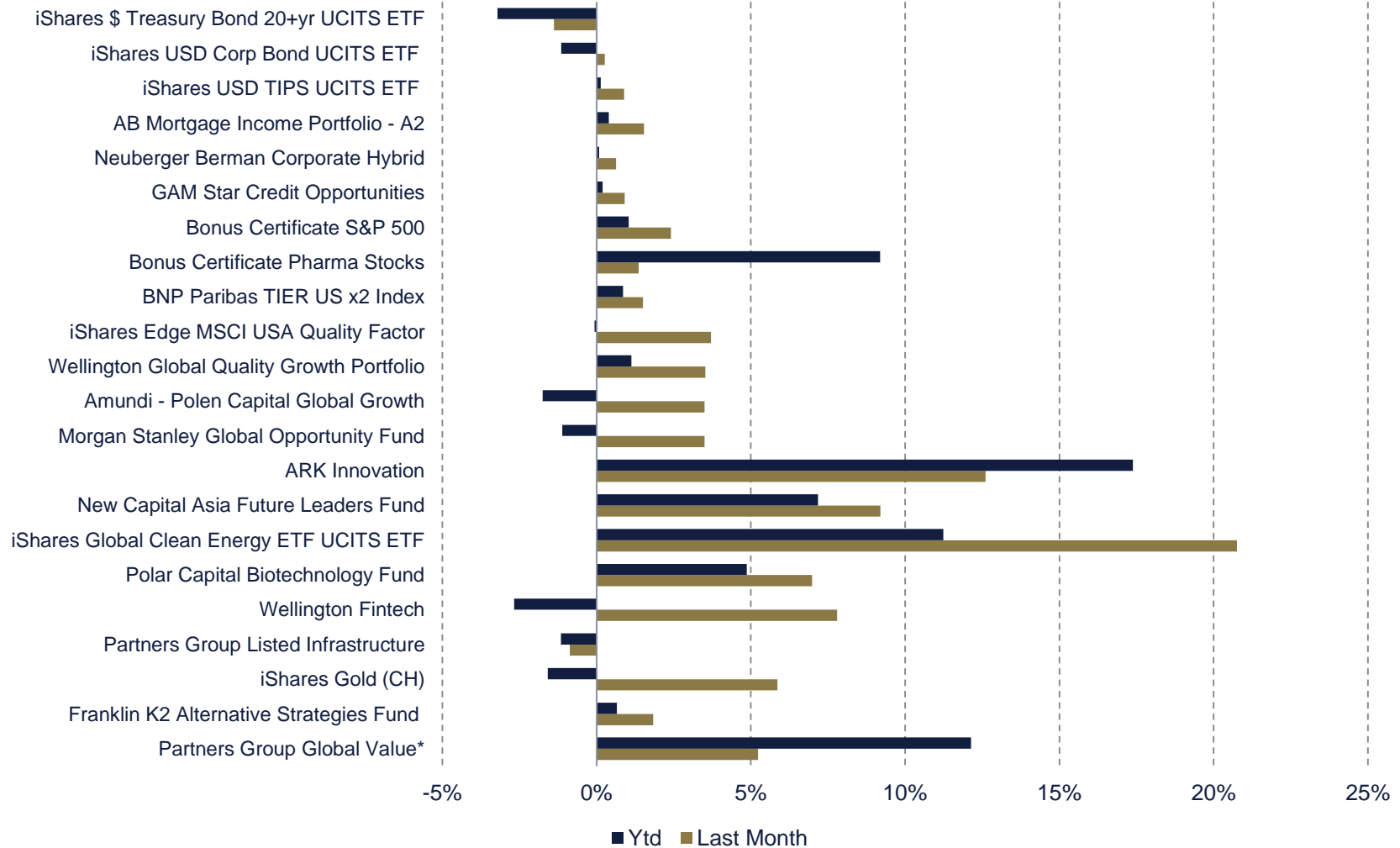
Catalizadores a corto plazo

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,

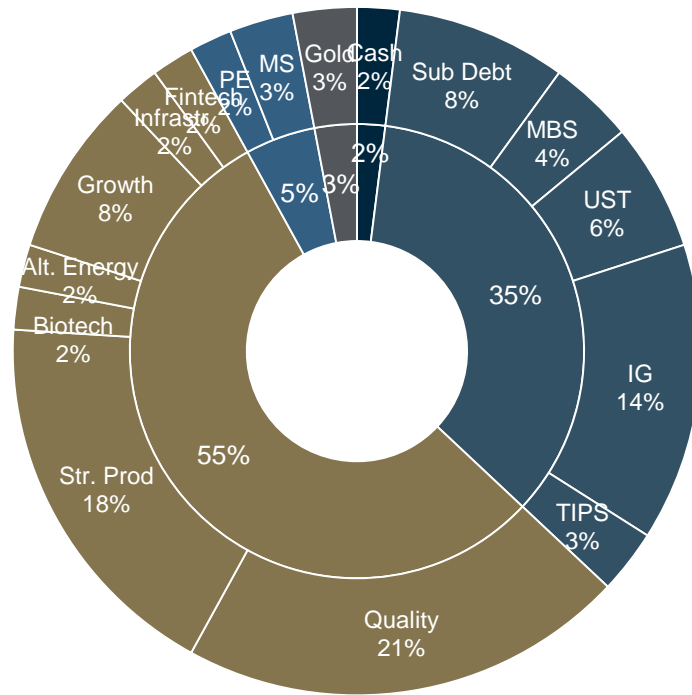
Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 20 de enero de 2021
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

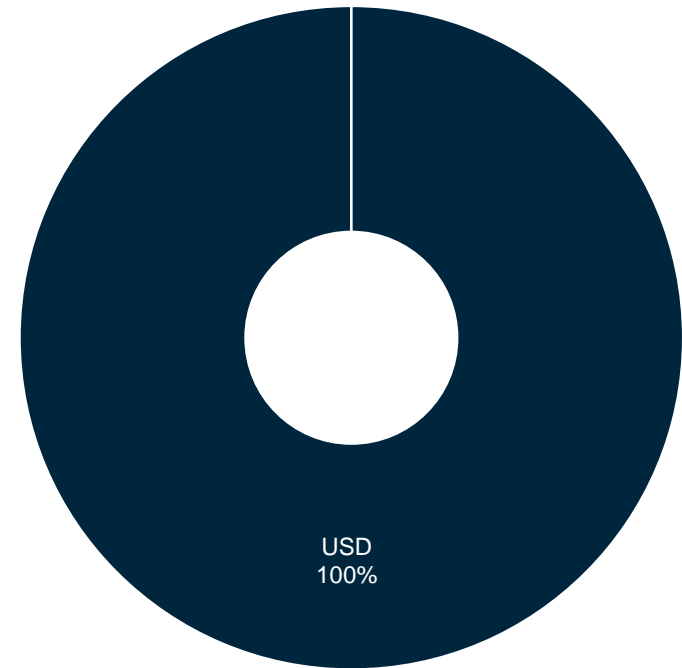
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



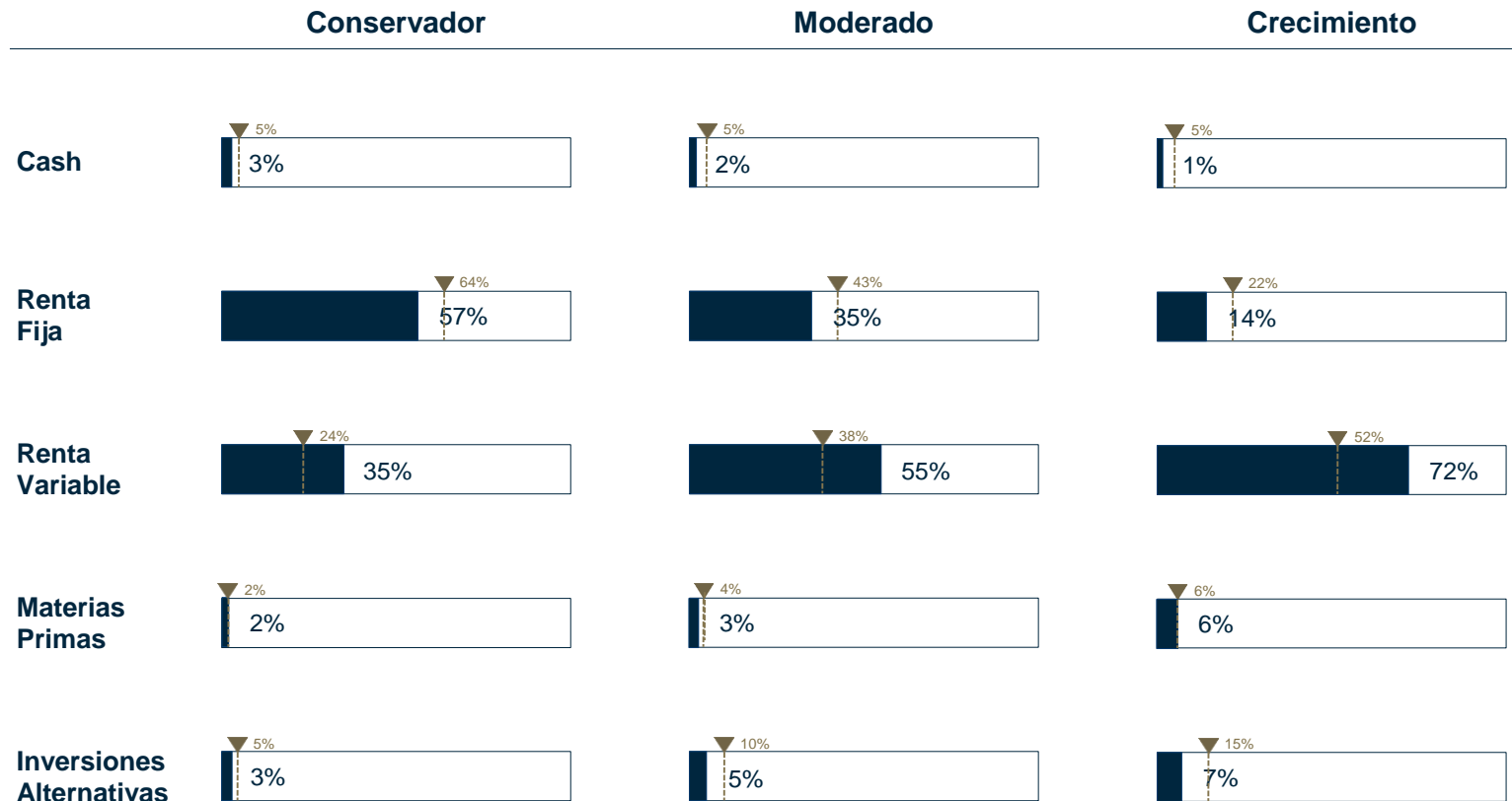
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



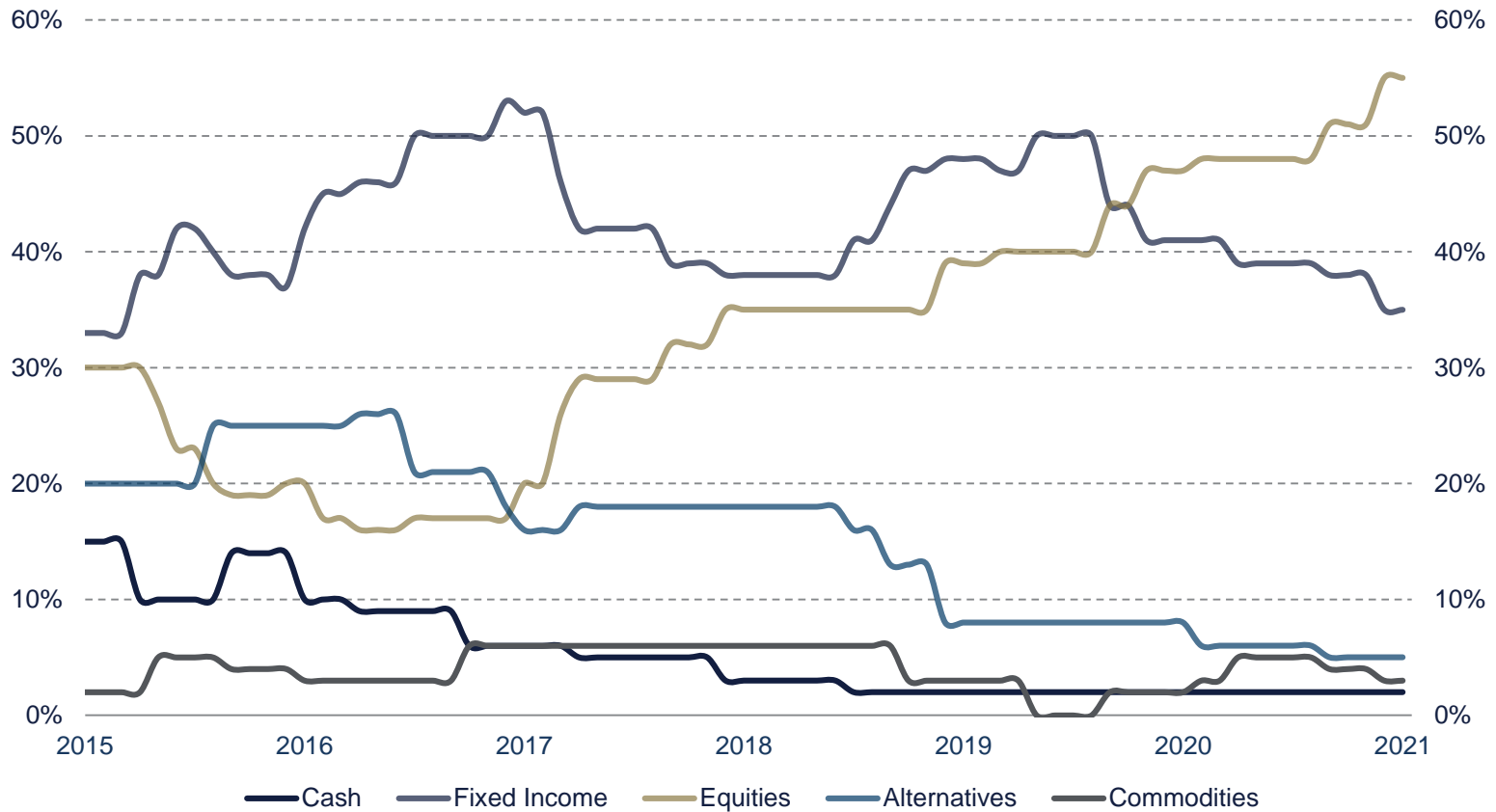
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

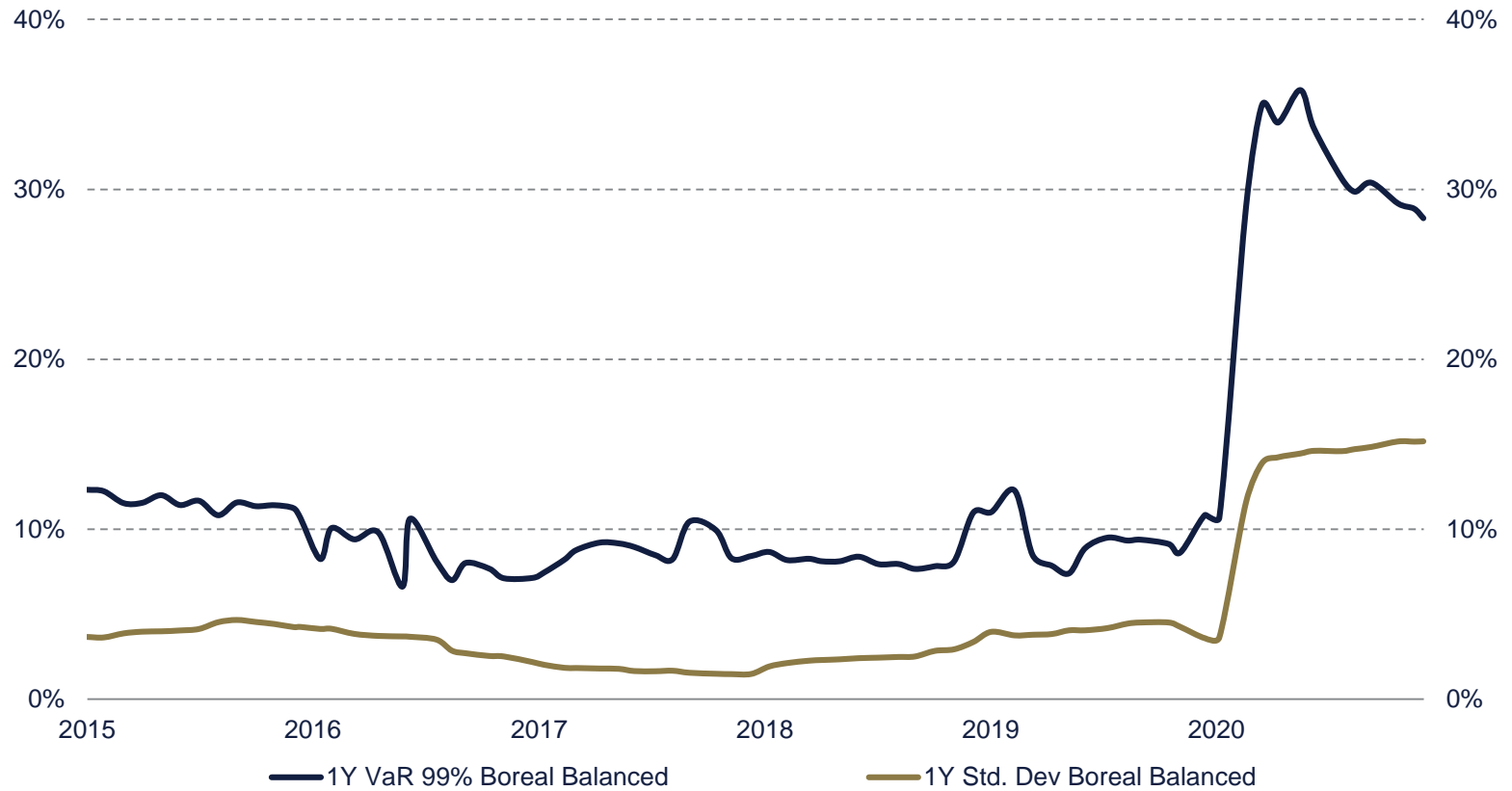


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

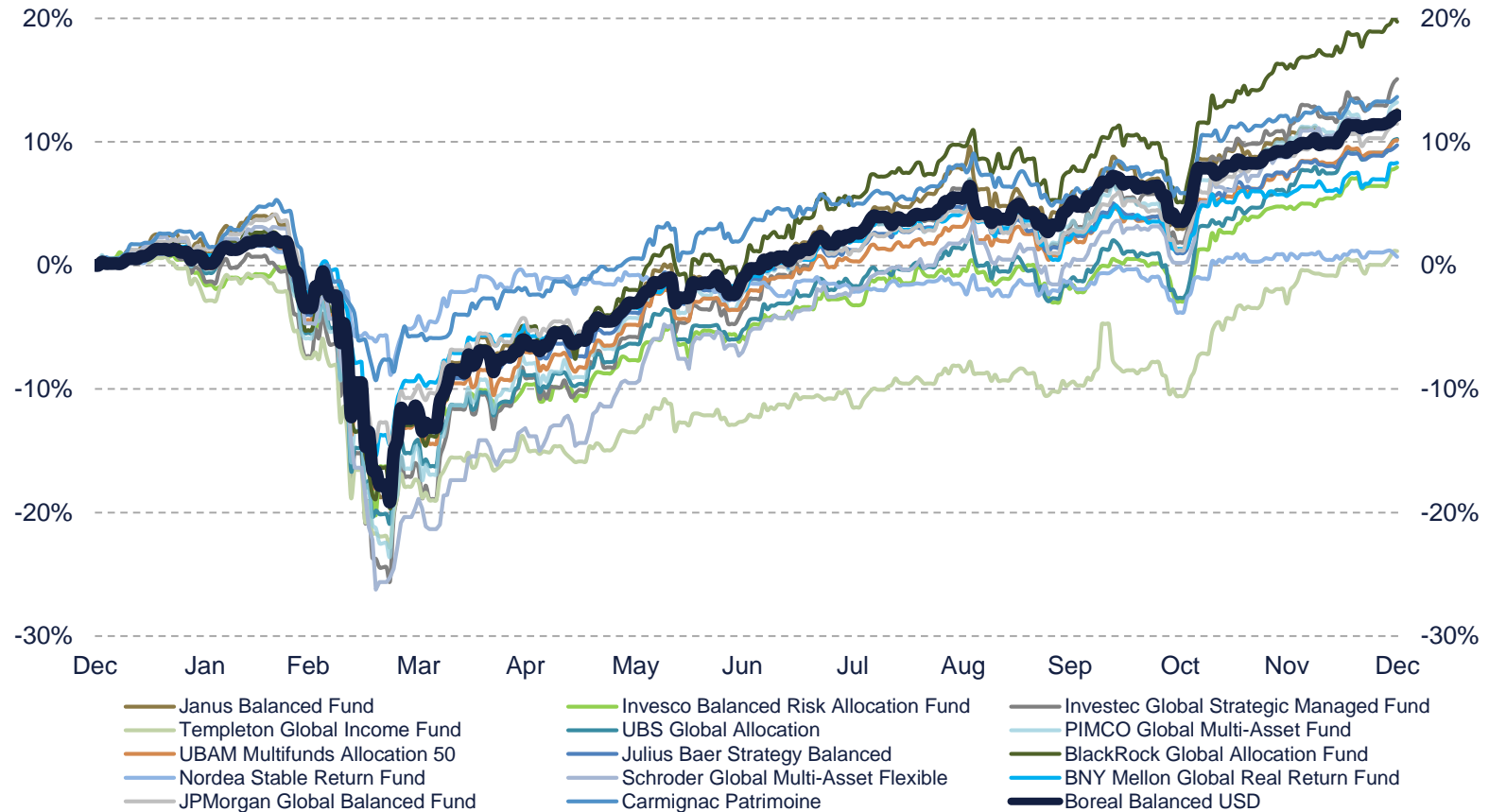


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 31 de diciembre de 2020
Fuente: Bloomberg

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 31 de diciembre de 2020

Fuente: Bloomberg

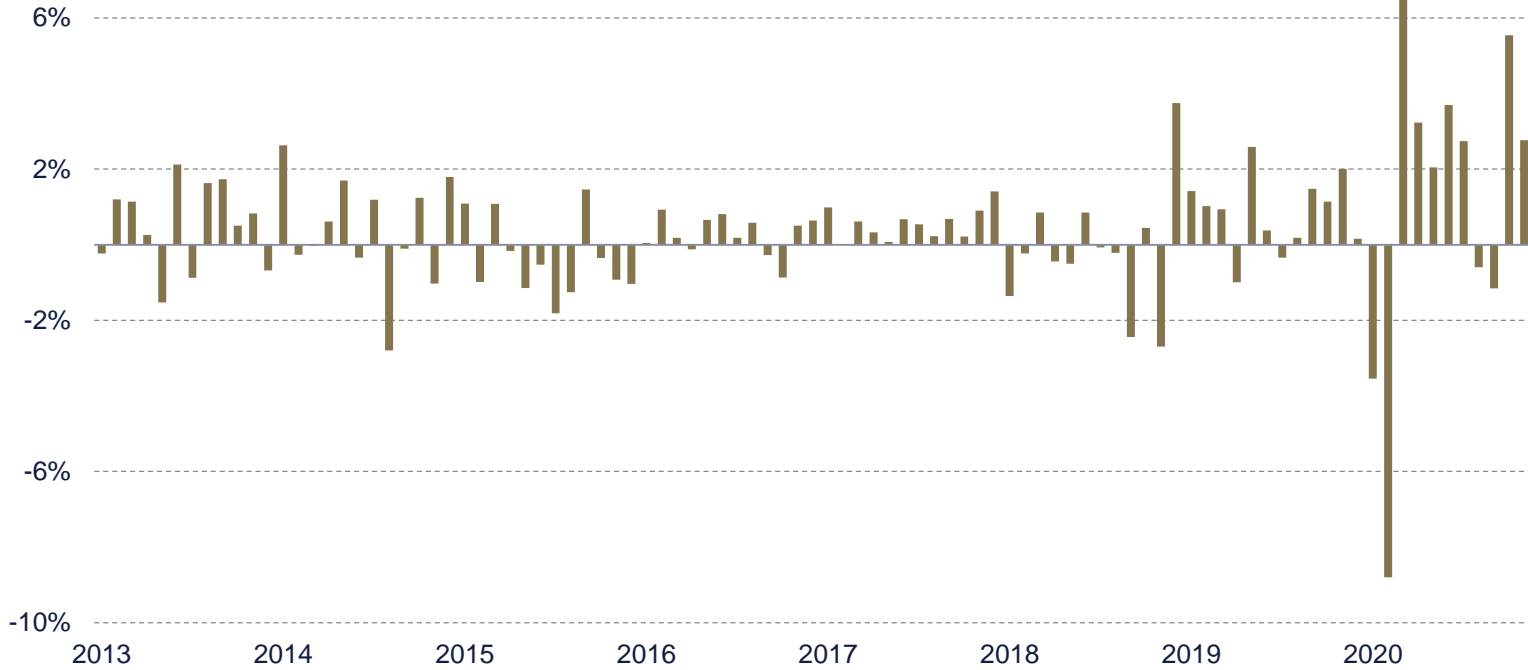
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **12.35%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **15.18%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **11.95%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **0.87**

¹ A 31 de diciembre de 2020

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 11.42%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 21.82%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2013¹): 46.02%**

¹ A 19 de enero de 2020

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (2)



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Return	9.58%	2.05%	-1.80%	1.57%	6.06%	-4.62%	14.67%	12.35%	0.47%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.18%	4.71%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	0.87	1.99

Annualized Return: 4.81%
 Annualized Std. Dev: 6.20%

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.