



Política de inversión

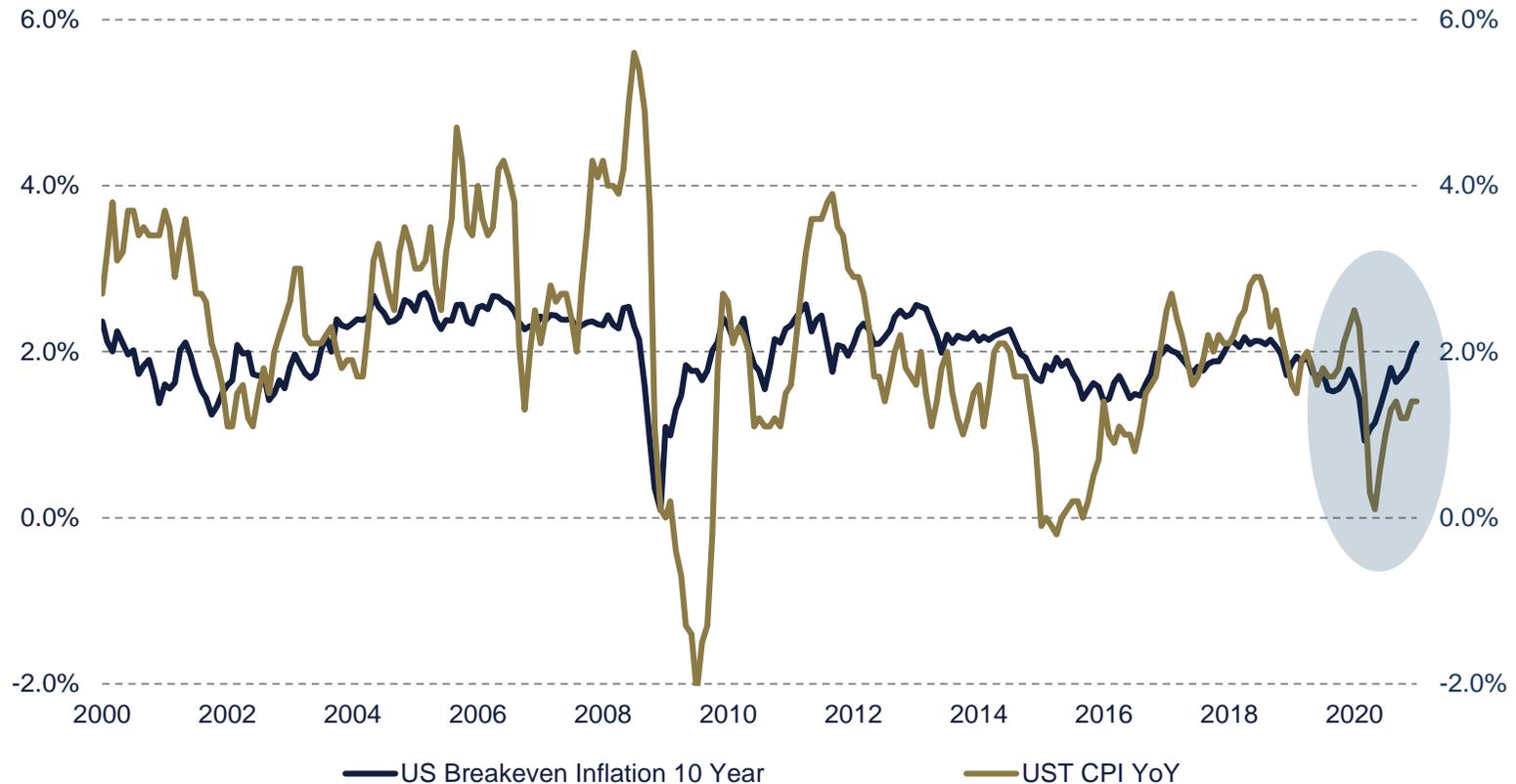
Febrero 2021

Resumen de mercados – Febrero 2021

- **Rodea una atmósfera inquietante a los mercados financieros, que tiene algo de codicia y de irracionalidad, y que trae recuerdos de burbujas y batacazos bursátiles pasados.** Episodios como la saga GameStop, el ascenso meteórico de Bitcoin y la fiebre por las acciones tecnológicas, están enviando señales que son difíciles de ignorar para aquellos que han estado involucrados el tiempo suficiente en los mercados financieros
- **En circunstancias normales, sería el momento de comenzar a reducir riesgos,** cerrar las apuestas, y acumular bonos del Tesoro. **Pero estos no son tiempos normales. A pesar de la predominante sensación de estar en una burbuja, los fundamentos de la renta variable siguen siendo sólidos;** y las perspectivas para aquellas empresas que han realizado con éxito la transición digital, y que son líderes en sus sectores, son ahora aún mejores que antes de la pandemia
- Pero dado que las valoraciones de todos los activos financieros dependen de forma crítica de que los tipos de interés se mantengan bajos, **los mercados están cada vez más nerviosos ante cualquier señal que apunte a una posible subida de la inflación.** Esto se basa en una idea teórica de que un mayor gasto fiscal pueda conllevar una mayor inflación, que no está respaldada por los datos. Hasta ahora, la inflación sigue siendo muy baja, y si nos atenemos a las dos últimas décadas, es difícil de ver los precios aumentando de manera sostenida
- **Los mercados de crédito, por el contrario, siguen encareciéndose cada vez más.** La búsqueda desesperada de rentabilidades está llevando las valoraciones hasta niveles que son difíciles de justificar desde un punto de vista económico, y que sólo pueden considerarse atractivas en los escenarios más benignos
- Resumiendo todo lo anterior, **no quedan ya decisiones fáciles por tomar en los portafolios,** y la convicción comienza a flaquear. Los bajos tipos de interés han inflado las valoraciones a costa de disminuir las rentabilidades futuras. En cierto modo, no podemos evitar estar en una burbuja, por lo que debemos elegir la burbuja que sea menor. En este sentido, **una combinación de inversión en acciones (para capturar crecimiento), y bonos del Tesoro (para tener cierta protección)** nos parece el posicionamiento más apropiado en este momento

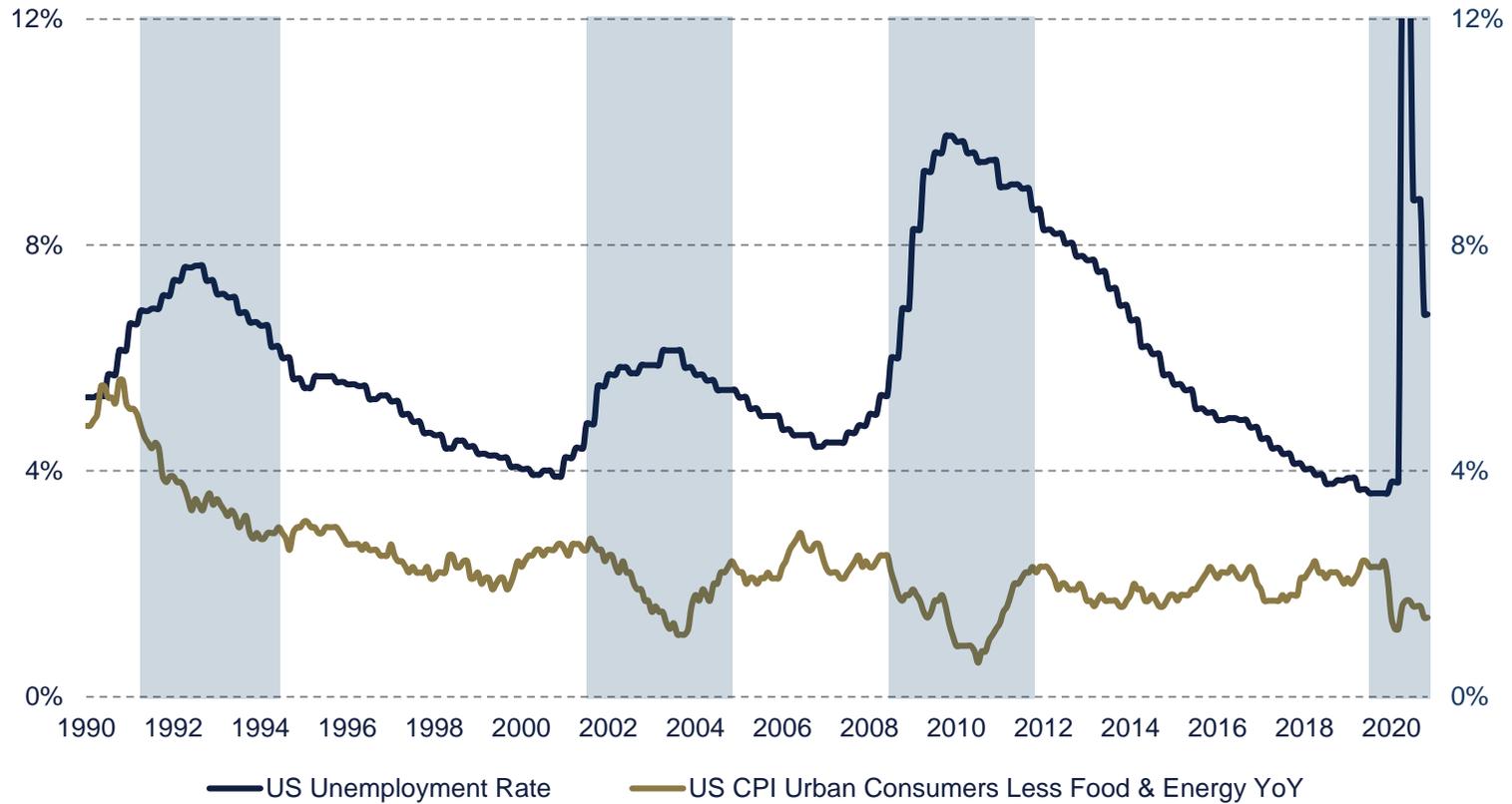
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado masivamente, favorecemos los bonos del Tesoro a largo plazo
	Crédito US	-	La crisis provocada por la pandemia conllevará a un aumento en el número de quiebras corporativas. Los diferenciales de crédito apenas reflejan este riesgo actualmente
	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 están caros, en general. Sólo asignamos a bonos del gobierno chino en moneda local
	Sectores/ Temáticos	+	Favorecemos entre otros los sectores de cybersecurity, 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 últimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos, aportando cierta liquidez

La inflación está de vuelta, pero sólo como tema de actualidad...



- **El si la inflación regresará o no, es el tema que más está dividiendo a los mercados en la actualidad.** Uno de los dos bandos espera que el aumento del gasto público en los EE.UU., combinado con una economía que se recupere con fuerza, genere un aumento sostenido de la inflación
- En el otro bando, están aquellos que, como es nuestro caso, esperan **que la inflación se mantenga en gran medida moderada, anclada por fuerzas estructurales**, experimentando probablemente sólo un repunte temporal

Aún lejos del pleno empleo



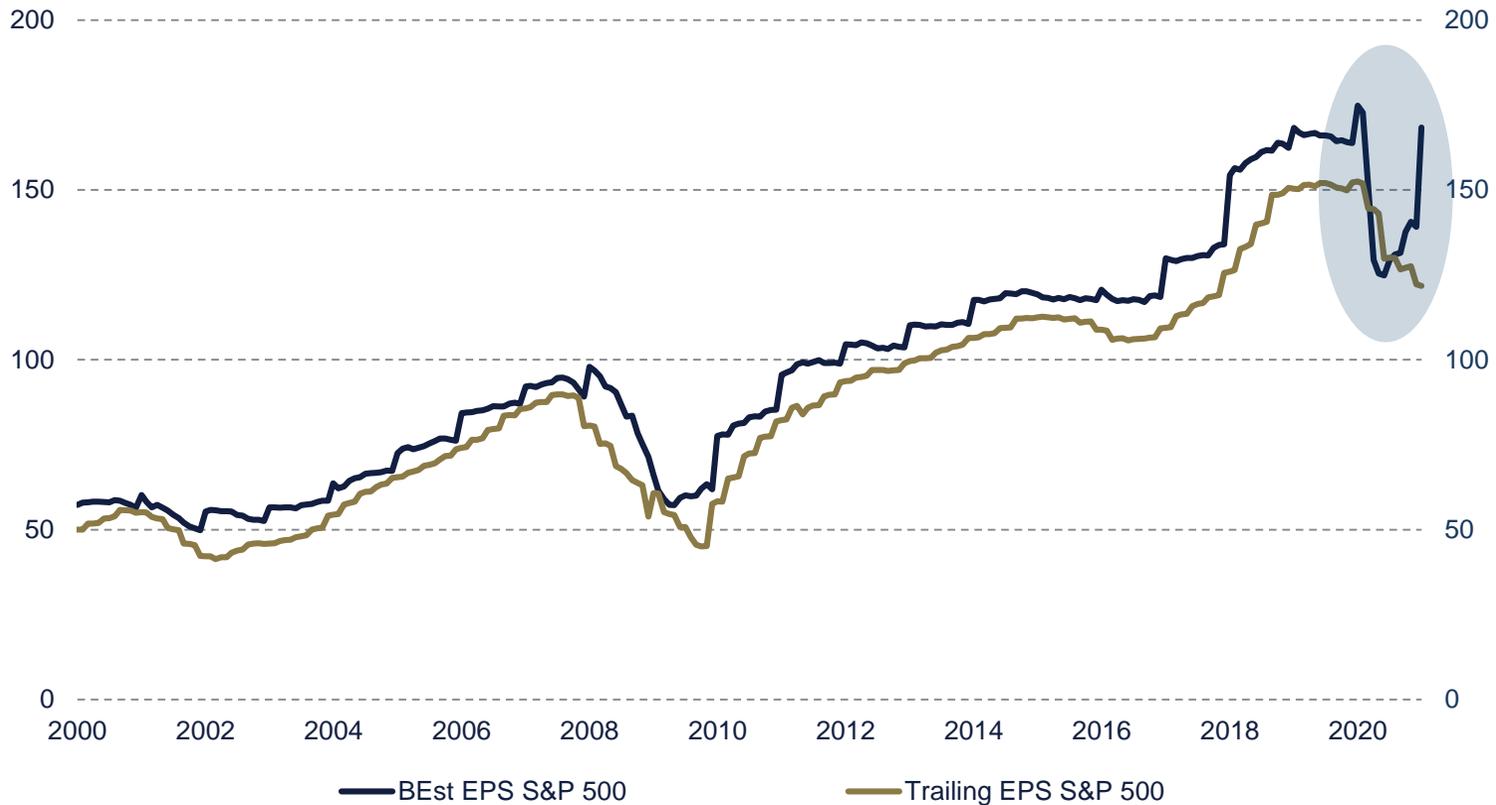
- Dejando de lado los **factores seculares que han estado lastrando la inflación durante décadas** (globalización, demografía y tecnología), el **vínculo tradicional entre inflación y desempleo** está aún lejos de ser puesto a prueba
- Mientras **no nos encontremos cerca del pleno empleo**, no es previsible que experimentemos un repunte significativo de la inflación subyacente

Pico en tasas o pausa en el camino?



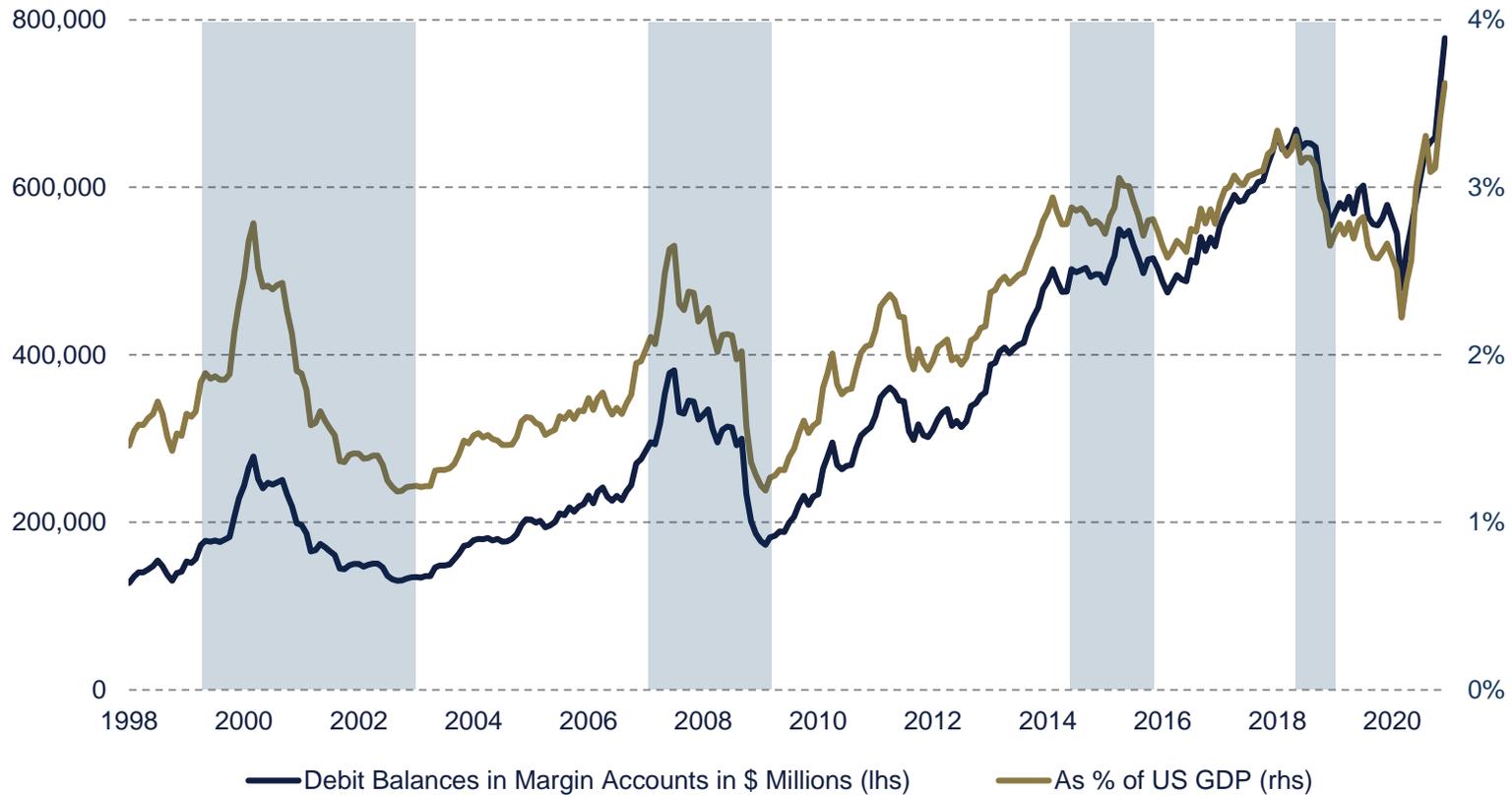
- El reciente **repunte en los tipos de interés puede verse como un primer paso en un proceso de normalización** (que implicaría una corrección en la renta variable) o, por el contrario, como una **oportunidad para aumentar la duración de las carteras**
- En nuestra opinión, con los rendimientos actuales, **los bonos del Tesoro son una incorporación muy atractiva a las carteras** desde un punto de vista de diversificación de riesgos

Sin margen de error en las valoraciones



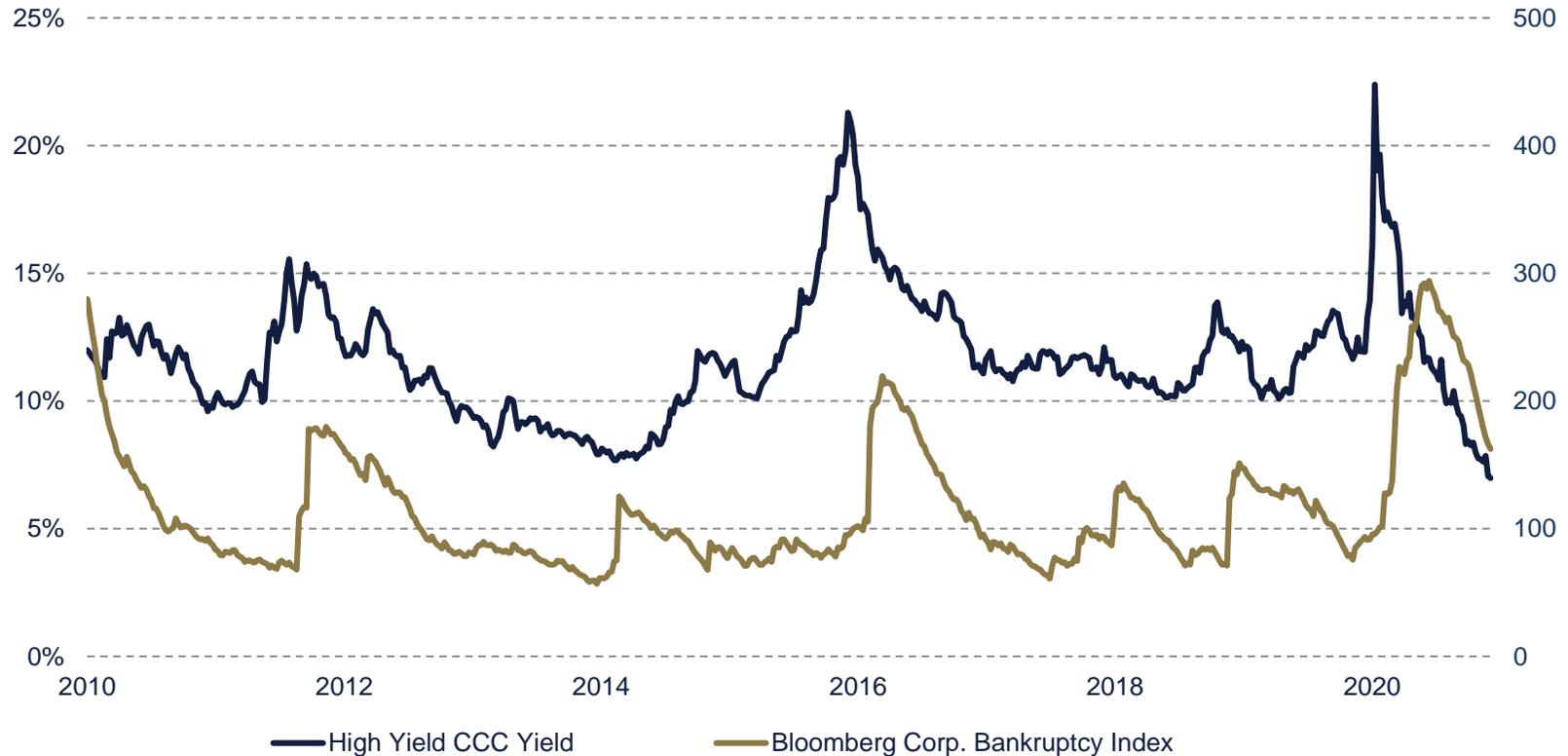
- **El atractivo relativo de la renta variable frente a los bonos sólo es sostenible si durante los próximos trimestres los beneficios corporativos cumplen con las expectativas de los analistas**
- Si así fuera el caso, y a pesar del aumento de los tipos de interés, la prima de riesgo actualmente sería muy atractiva; situándose por encima del 3%. Pero **si consideramos los beneficios actuales en vez de los esperados, la prima estaría por debajo del 2%**

Modo burbuja a pesar de los buenos fundamentales



- Los mercados de renta variable están atrayendo importantes flujos de dinero, toda vez que los inversores van progresivamente asumiendo que no hay otra opción
- También está habiendo **una entrada considerable de inversores minoristas que utilizan apalancamiento**, como ha puesto de relieve la reciente saga de GameStop. Esto hace que **los mercados se vuelvan más frágiles ante cambios en el sentimiento inversor**, y sean por tanto más proclives a caer en pánicos y manías

Demasiado riesgo para poco retorno



- La **tasa promedio de "default" a un año para los bonos de calificación crediticia CCC está por encima del 20%**. Incluso si los bonos en este segmento cotizan con grandes descuentos y existe un cierto valor de "recovery", **un rendimiento de menos del 7% parece simplemente demasiado pequeño** para el riesgo incurrido
- Los bonos de **High Yield en general ofrecen actualmente un rendimiento de menos del 4%**, con una tasa de "default" media de aproximadamente el 4,5%

Y luego está el Bitcoin...



- **Bitcoin se encuentra en una yuxtaposición de varias tendencias: temor a un aumento de la inflación, entusiasmo por la economía digital, y el incremento de la especulación.** Sin embargo, la razón principal para comprar Bitcoins sigue siendo que su precio seguirá subiendo a medida que más y más personas lo compren (la mera definición de una burbuja)
- Los inversores deben tener en cuenta que los **riesgos tecnológicos y regulatorios ahora son mucho más elevados**, una vez que su valor de mercado ha alcanzado 1 billón de dólares, y valorar que **hay otras maneras de participar del ecosistema de FinTech**

Escenarios de inversión

	Escenario 1 Shock de tipos de interés	Escenario 2 Recuperación en "V"	Escenario 3 Recuperación en "W"
Causas	<ul style="list-style-type: none"> La inflación se acelera debido al gran estímulo fiscal combinado con el gasto en infraestructuras en los EE.UU. Los precios de las materias primas suben a medida que la economía se recupera con fuerza Los bancos centrales intentan asegurar a los mercados que no aumentarán los tipos de interés, pero los tipos a largo plazo aumentan de todos modos 	<ul style="list-style-type: none"> Recesión global causada por la parada repentina sin precedentes de la actividad económica Se consiguen evitar confinamientos estrictos y la actividad económica continúa en mayor o menor medida 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"> Profunda recesión seguida de una rápida recuperación, pero el impulso no se sostiene Gracias a las campañas de vacunación, la pandemia comienza a estar controlada a mediados de año, pero la actividad económica no vuelve del todo a la normalidad 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 beneficios corporativos aumentan fuertemente, pero unos tipos de interés más altos impactan negativamente en las valoraciones de las acciones Los bonos soberanos y de alta calidad caen debido a la subida de tipos de interés, no pudiendo desempeñar su tradicional papel amortiguador en las carteras. El crédito aguanta relativamente mejor a pesar de unos tipos más altos, dado que el riesgo de quiebras corporativas sigue siendo bajo El dólar estadounidense se deprecia frente a las divisas refugio, así como frente al oro 	<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 recuperan hasta los niveles anteriores a la crisis, a medida que se intensifica la búsqueda de rendimientos 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"> Amplia dispersión en los mercados de acciones y crédito, con las empresas más fuertes recuperándose y las débiles quedando rezagadas Los diferenciales crediticios se amplían a medida que el mercado aumentan las bancarrotas Amplia dispersión entre bonos soberanos y monedas debido al "flight-to-quality" Un dólar relativamente fuerte a medida que la economía de los EE.UU. deja atrás la crisis antes. Amplia dispersión dentro de los mercados emergentes, ya que los países salen de la pandemia a diferentes velocidades
Probabilidad	10%	60%	30%

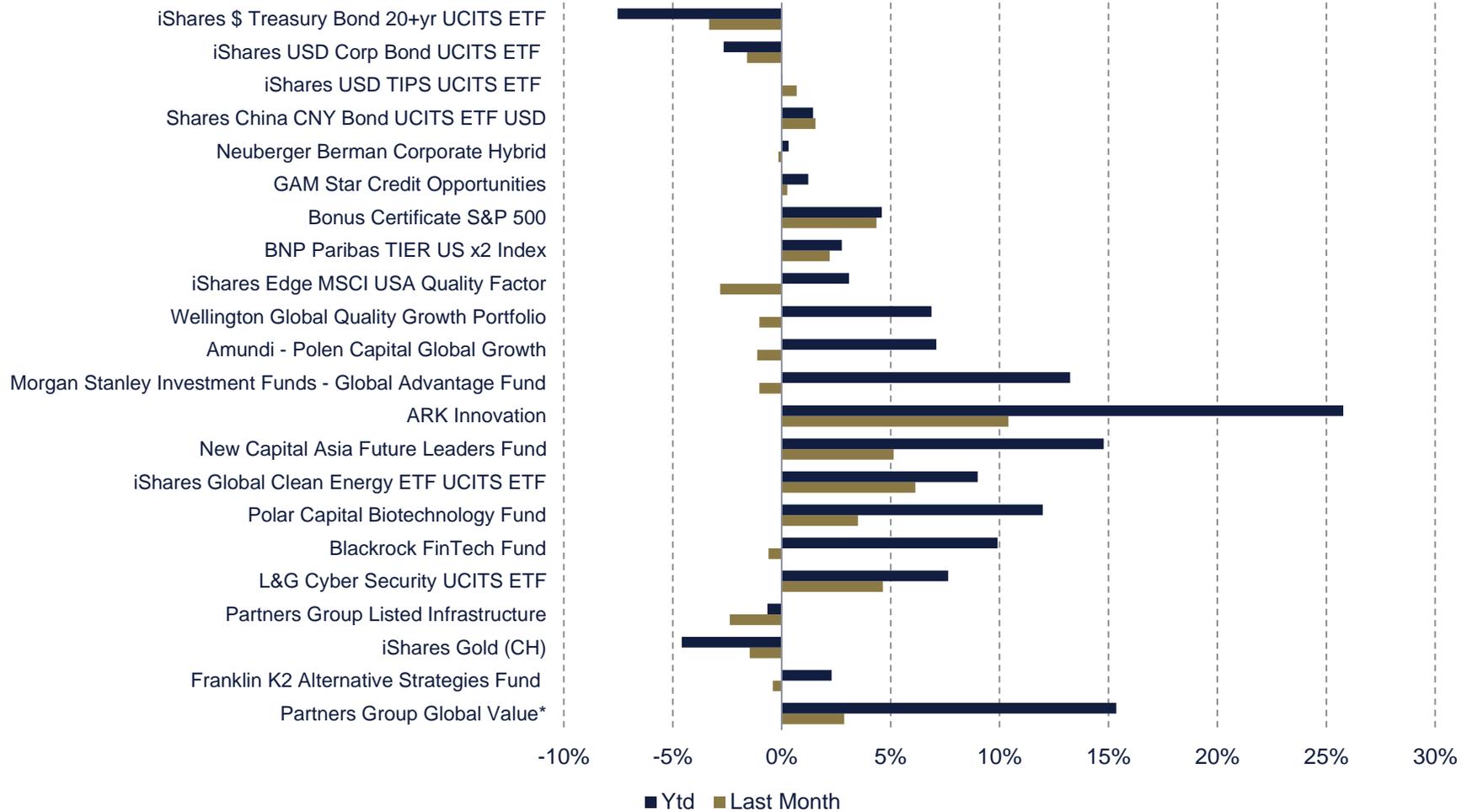
Catalizadores a corto plazo

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,

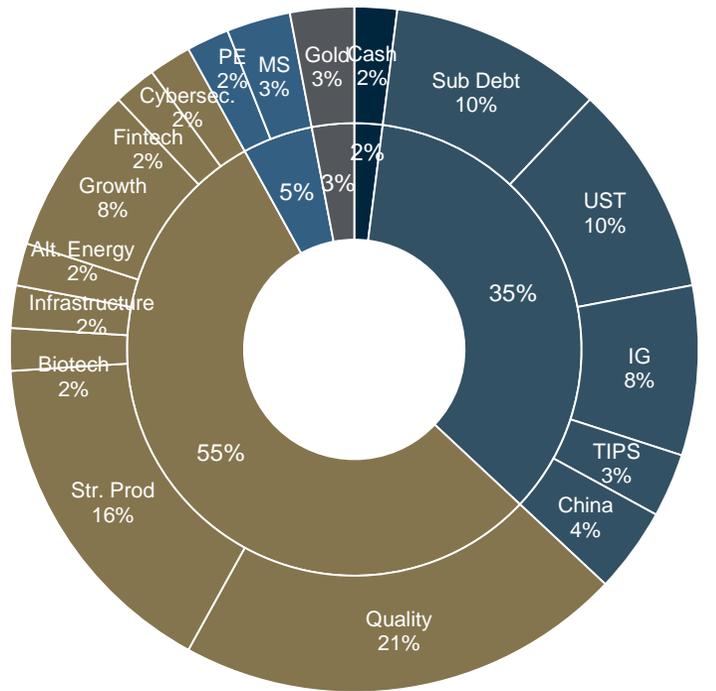
Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 15 de febrero de 2021
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

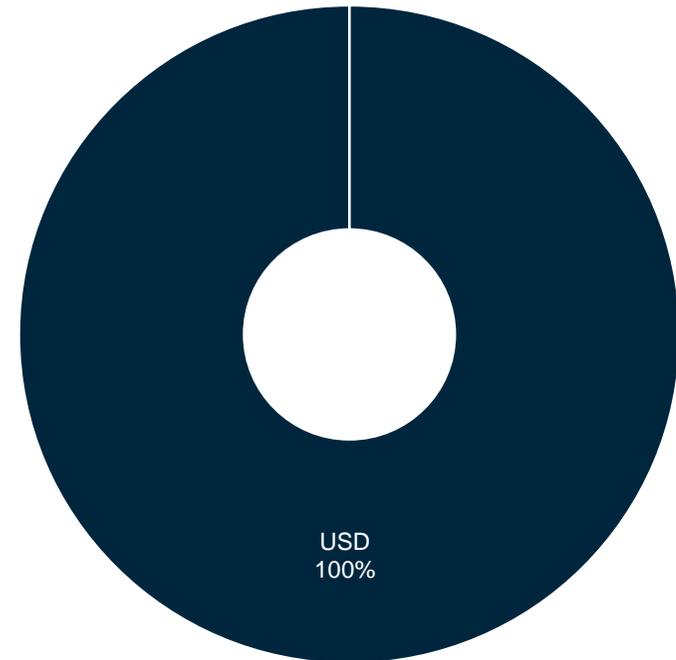
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



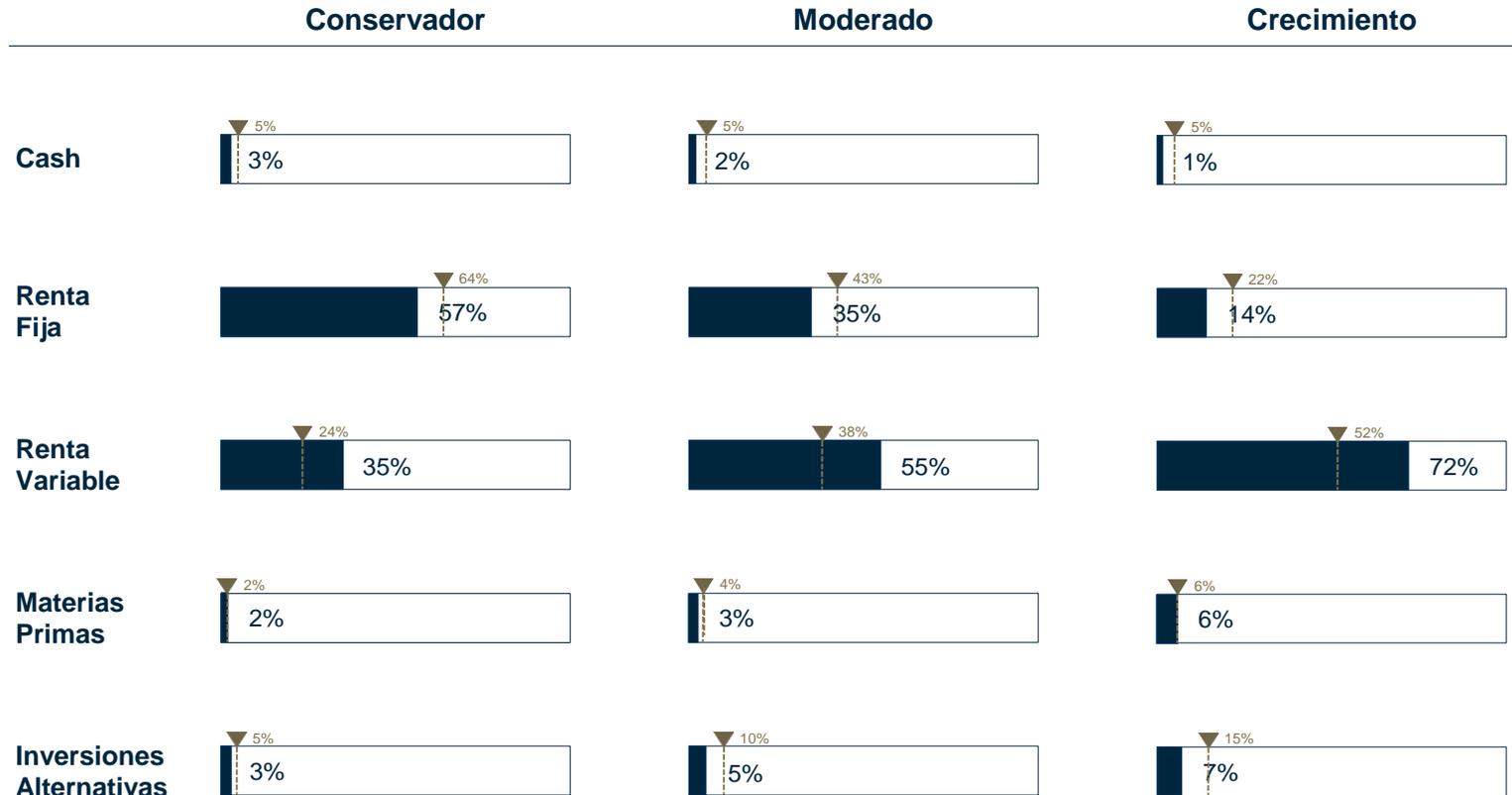
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



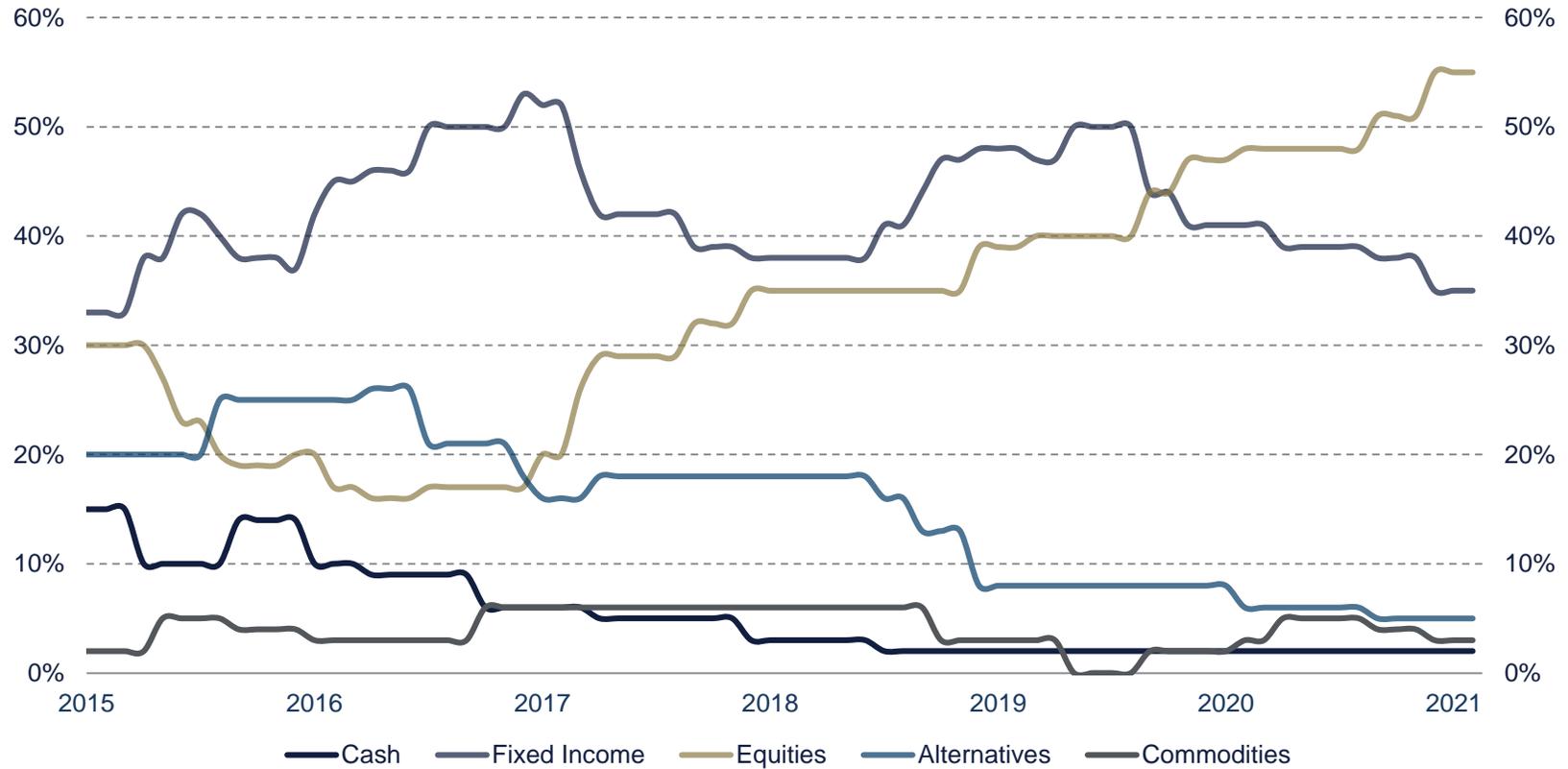
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

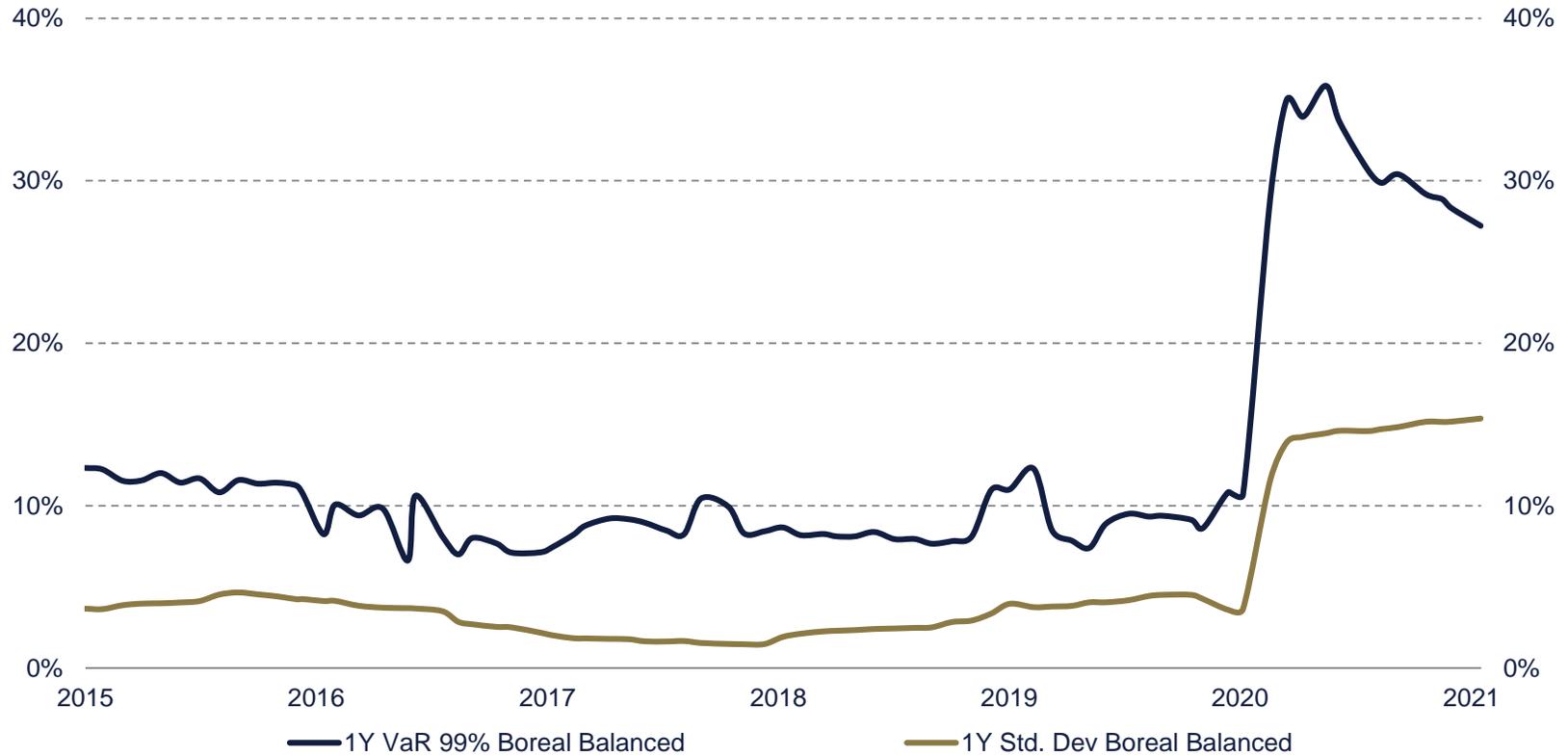


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

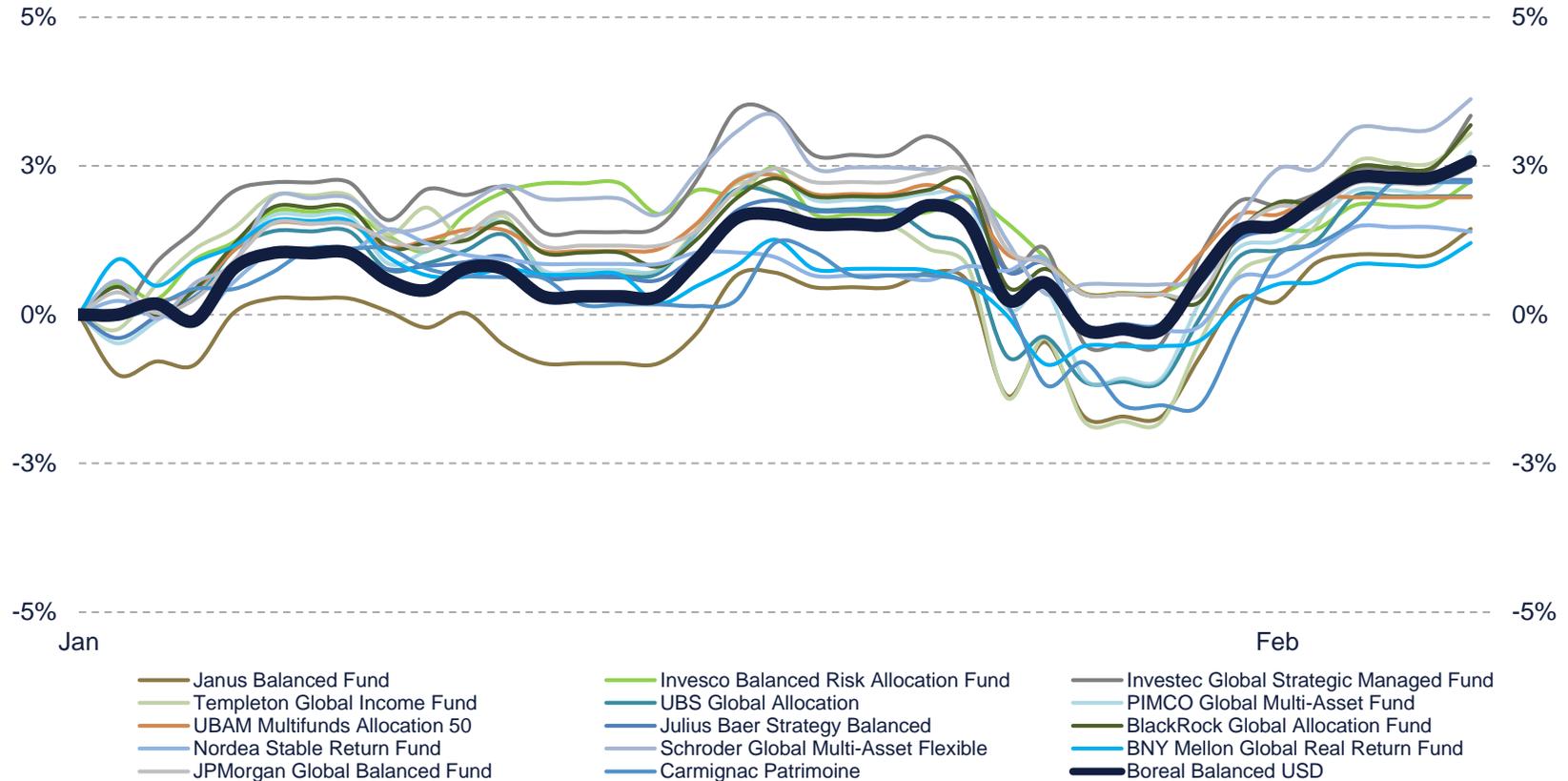


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 15 de febrero de 2021
Fuente: Bloomberg

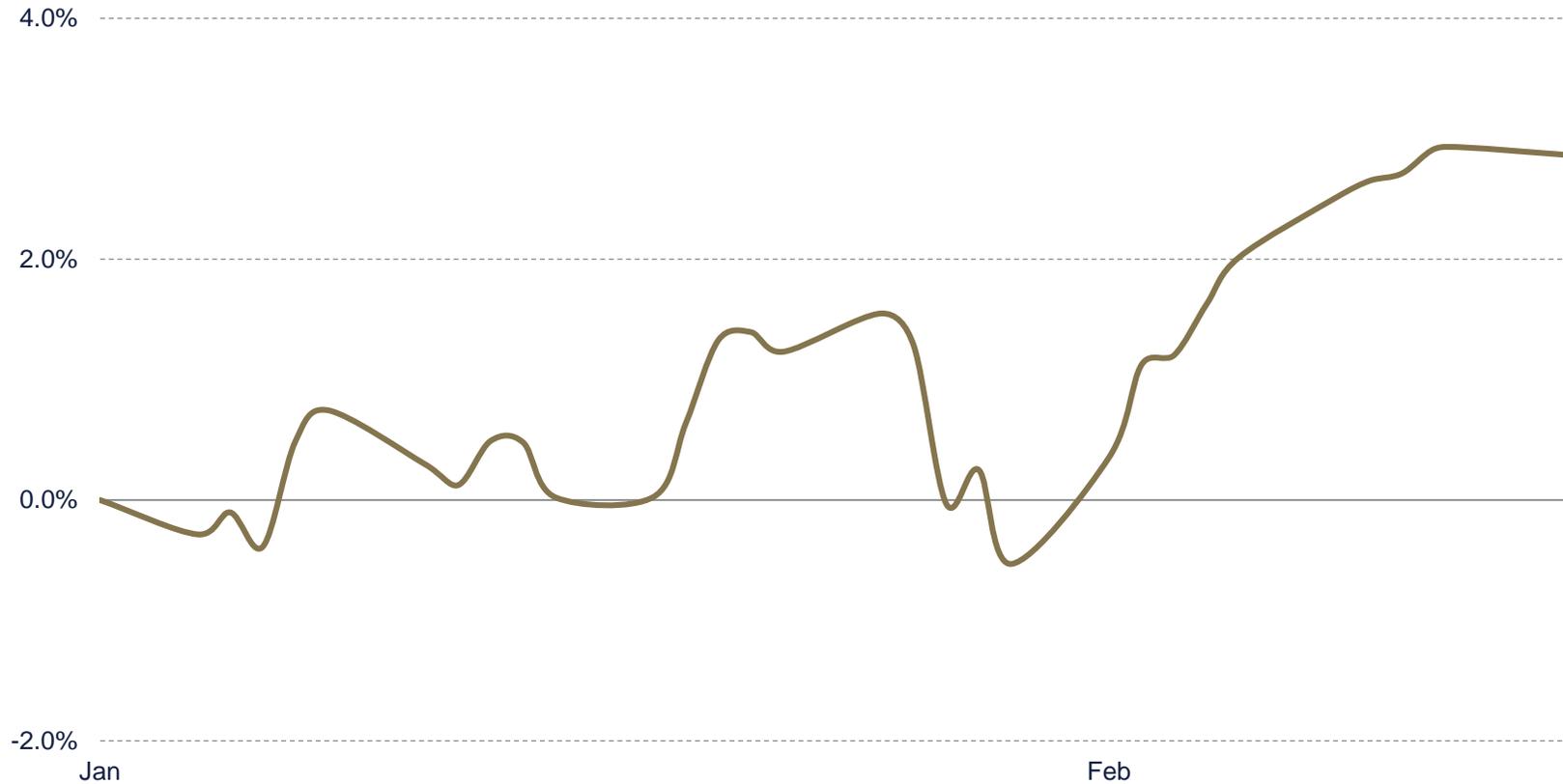
Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **6º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **8º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3º de 15**
- **Sharpe Ratio** (1 año¹): **3º de 15**

¹ A 8 de febrero de 2021
Fuente: Bloomberg

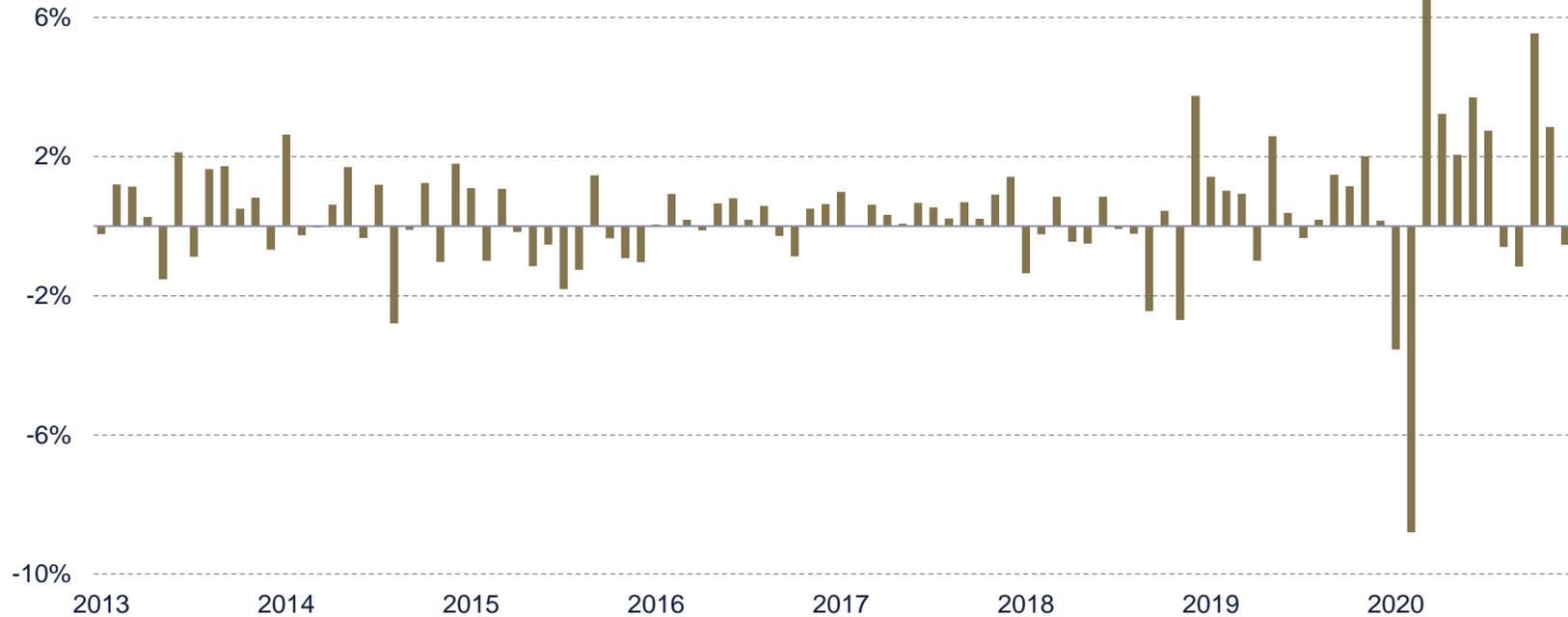
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **2.87%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **7.55%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **5.69%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **3.47**

¹ A 15 de febrero de 2021

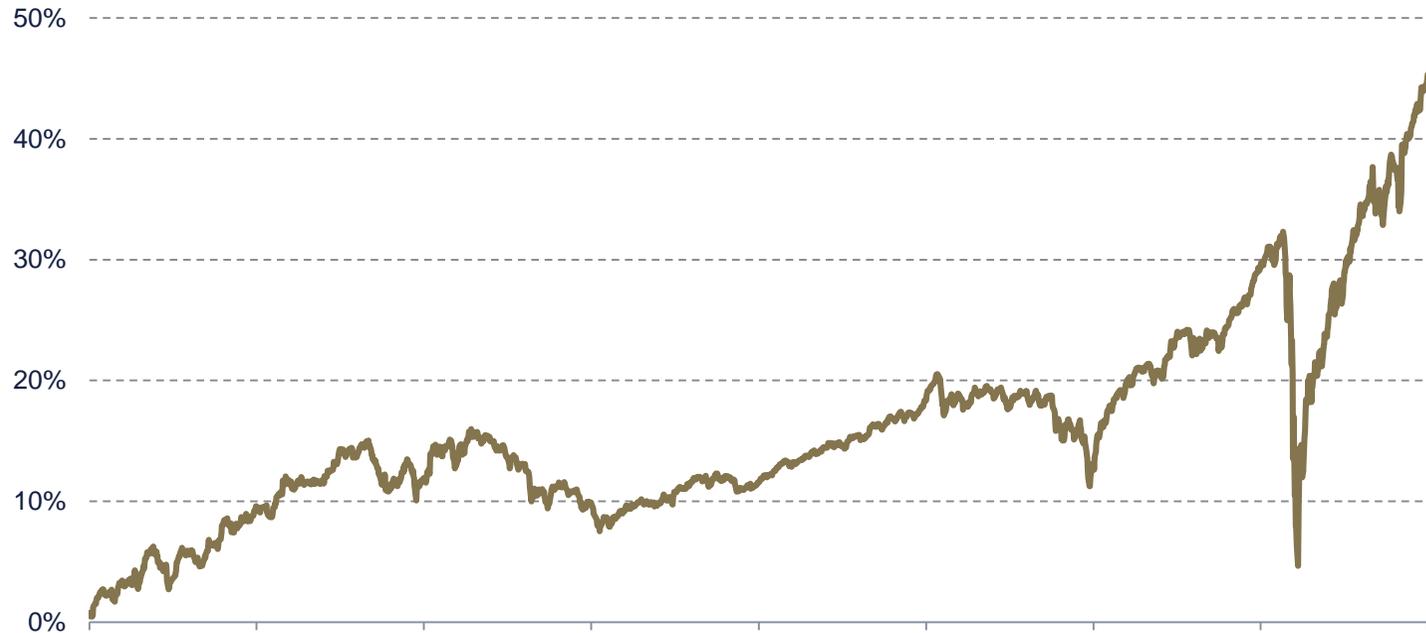
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



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

¹ A 15 de febrero de 2021

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%	2.87%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.18%	7.55%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	0.87	3.47

Annualized Return: 5.08%
 Annualized Std. Dev: 6.22%

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.