



Política de inversión

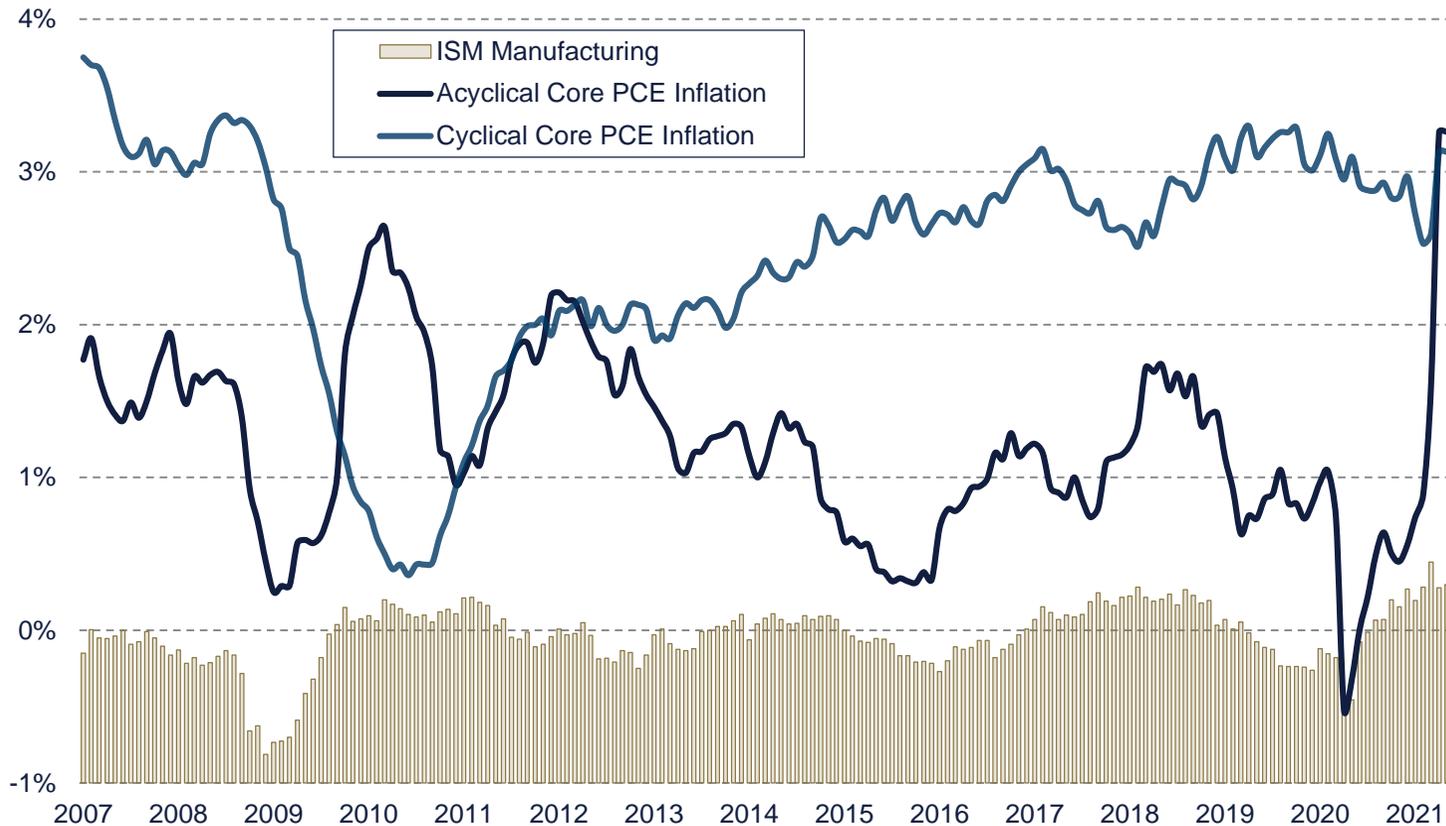
Junio 2021

Resumen de mercados – Junio 2021

- Durante el último mes, los **mercados financieros se han movido en gran medida al ritmo que marcaba la publicación de datos macroeconómicos**. Los precios al consumidor han repuntado en los últimos dos meses a niveles no vistos en décadas. Pero esto ha sido todo menos una sorpresa, dado que las **comparaciones están distorsionadas por efectos de base y factores transitorios**; provocados por una reapertura de la economía más rápida de lo esperado, luego de una parada forzosa el año pasado
- Al existir una gran **incertidumbre a la hora de interpretar los datos**, los inversores se ven prácticamente obligados a tener que realizar apuestas de tipo macro. Aquí hay básicamente dos bandos, uno defendido por los bancos centrales, que considera que **la mayoría de estos efectos son transitorios** y, por lo tanto, ignora el riesgo de una aceleración sostenida de la inflación; y el otro, que percibe **la escasez de mano de obra y materias primas como el inicio de una espiral inflacionaria**, alimentada por una extraordinaria generosidad en materia monetaria y fiscal
- En nuestra opinión, la primera de las dos tesis tiene más sustento, dado que la escasez en algunas partes de la economía se debe más a **cuellos de botella en la cadena de producción, que a cambios estructurales**. Además, **quedan aún muchos empleos perdidos por recuperarse**. De hecho, es probable que los **problemas de bajo crecimiento y la baja inflación de las últimas décadas, se vean agravados** como consecuencia de la pandemia; dado el incremento de la deuda y el impulso hacia una mayor digitalización de la economía
- **La reacción de la Fed ante una mayor inflación y una economía más fuerte, sigue siendo fundamental** para los mercados. Si los miembros de la Fed continúan siendo pacientes y los anteriores efectos resultan ser de corta duración, los precios de los activos se mantendrán firmes. Sin embargo, **si endurecen su política monetaria prematuramente, o reaccionan tarde, cuando la inflación ya se encuentra fuera de control**, existe el **riesgo de experimentar una fuerte corrección**, que podría afectar tanto al mercado de renta variable como al de renta fija
- **Gestionar la actual incertidumbre macroeconómica es notoriamente difícil, por lo que recomendamos posicionar las carteras de cara al largo plazo**. Por un lado, tratando de evitar anticipar en exceso los movimientos de tipos de interés, dado que éstos últimos siguen fuertemente anclados por factores seculares y la fuerte demanda global por activos que generen rendimientos. Y por otro lado, invirtiendo en empresas innovadoras y de alta calidad que vayan a ser capaces de incrementar sus ingresos con independencia de los ciclos económicos

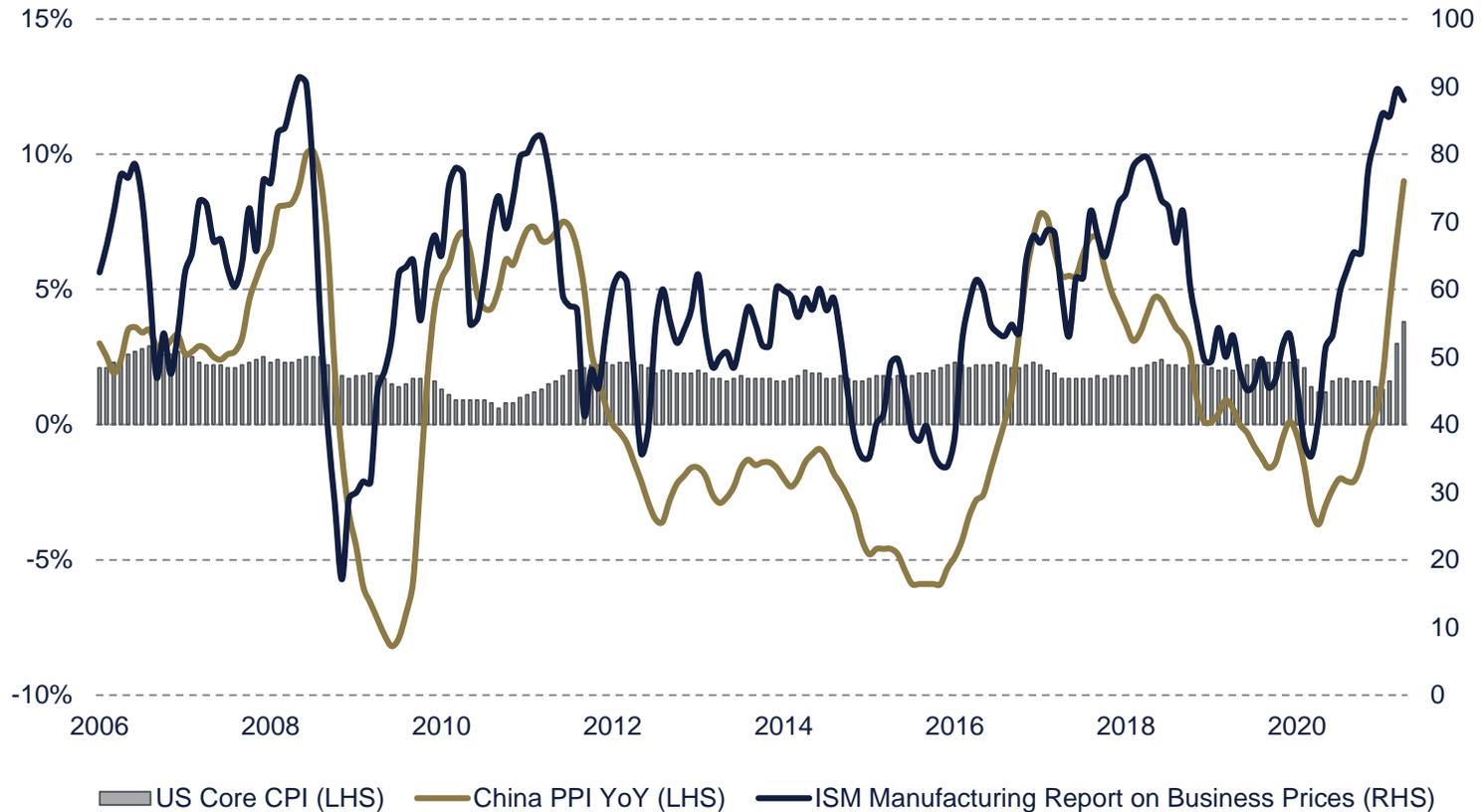
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US		Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado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

Transitoria o para quedarse?



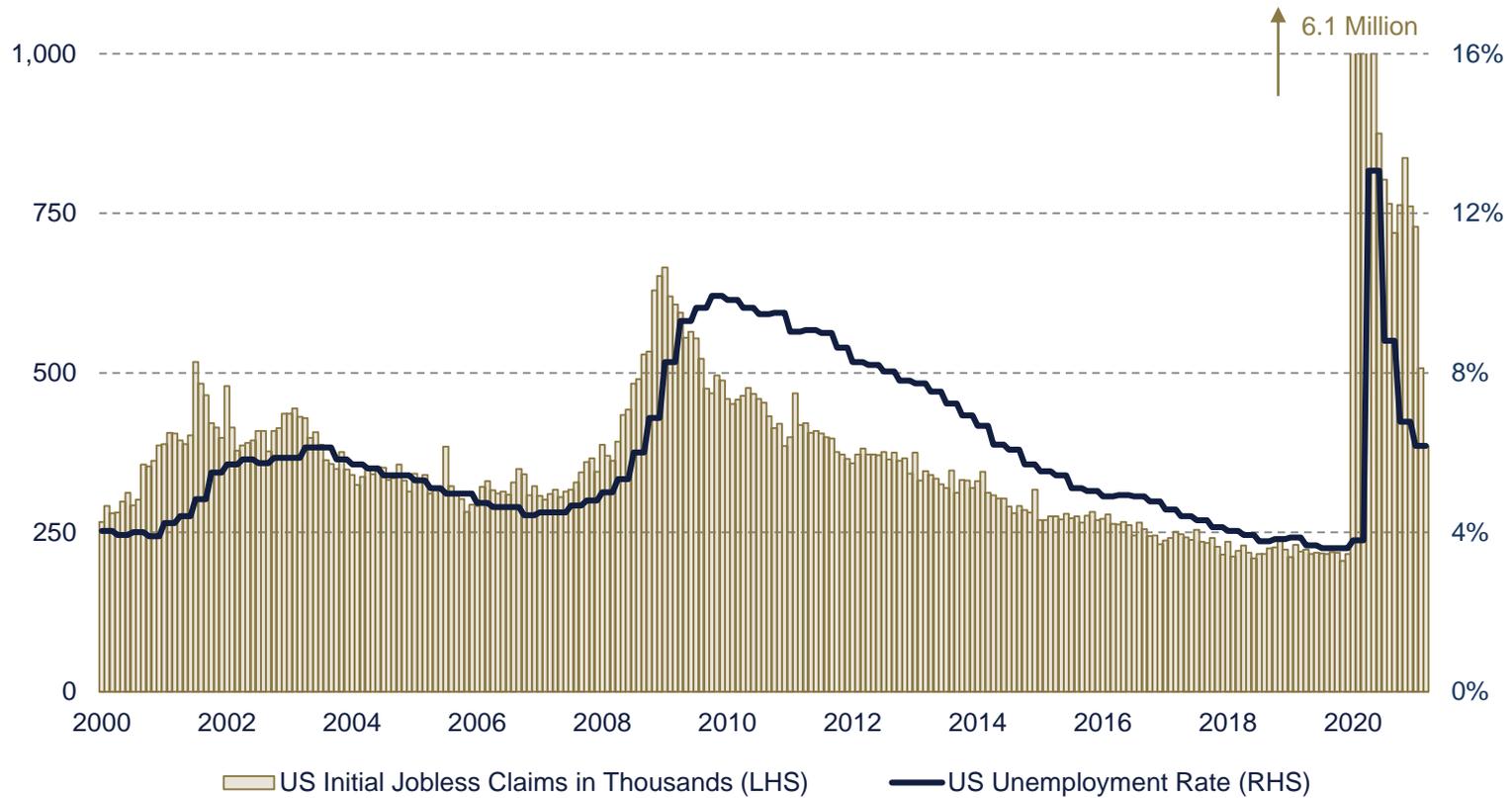
- La **inflación del mes de mayo** mostró un **aumento del 5% interanual**, mientras que la inflación subyacente (excluidos alimentos y energía) aumentó un **3,8%**. Ambos son **niveles que no se han visto en las últimas décadas**; aunque tampoco hemos tenido una pandemia global durante ese tiempo
- **Discernir entre aumentos de precios transitorios y permanentes** no es fácil, dado que lo primero puede llevar a lo segundo pero, hasta ahora, los componentes clave (vivienda, educación, salud) parecen bien anclados

No tan diferente de otros ciclos



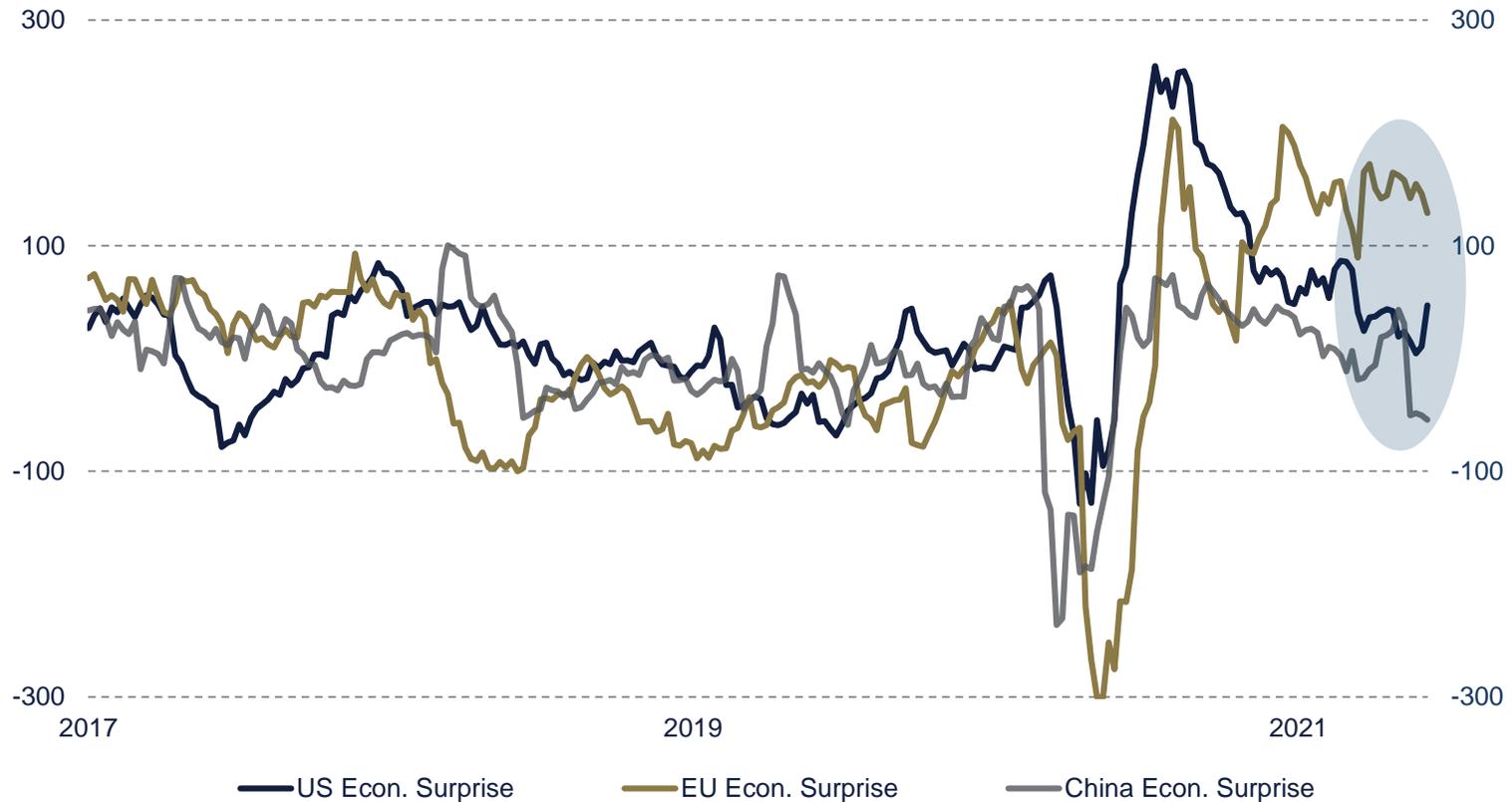
- Los precios están subiendo como consecuencia de los **ajustes necesarios para reabrir rápidamente la economía** después de un parón forzoso. Se observa escasez de productos, desde las materias primas a los microchips, debido a los cuellos de botella en la producción y el transporte
- A pesar de que **la economía tardará tiempo en normalizarse plenamente**, no hay indicios de que vayamos a ver una repetición del auge de las materias primas liderado por China en las décadas anteriores

La recuperación dista mucho de ser completa



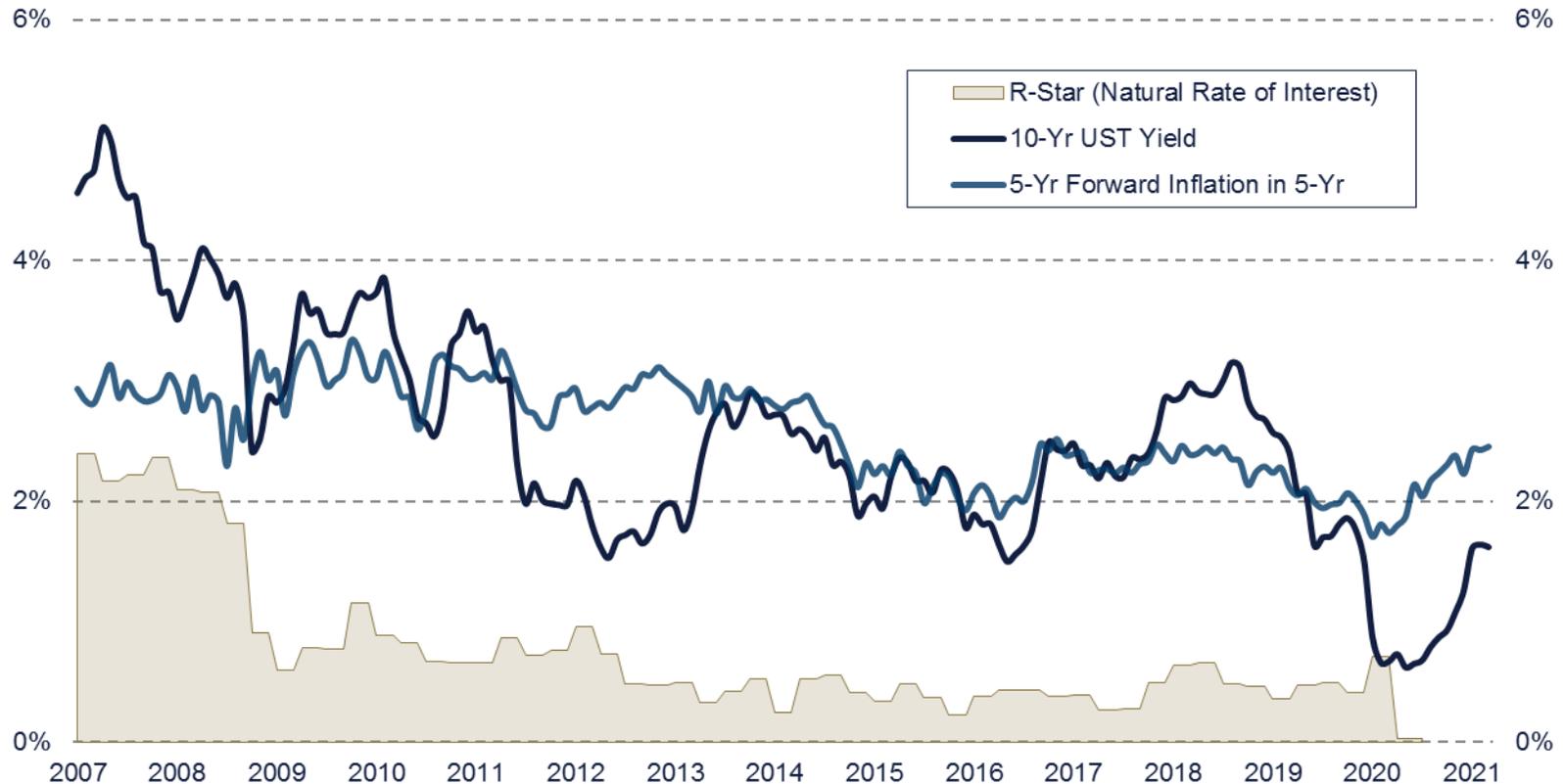
• El mercado laboral ha recuperado buena parte de lo perdido, pero la creación de empleo se está desacelerando y las solicitudes de desempleo se encuentran aún en niveles de crisis

Hemos visto ya el pico de la recuperación?



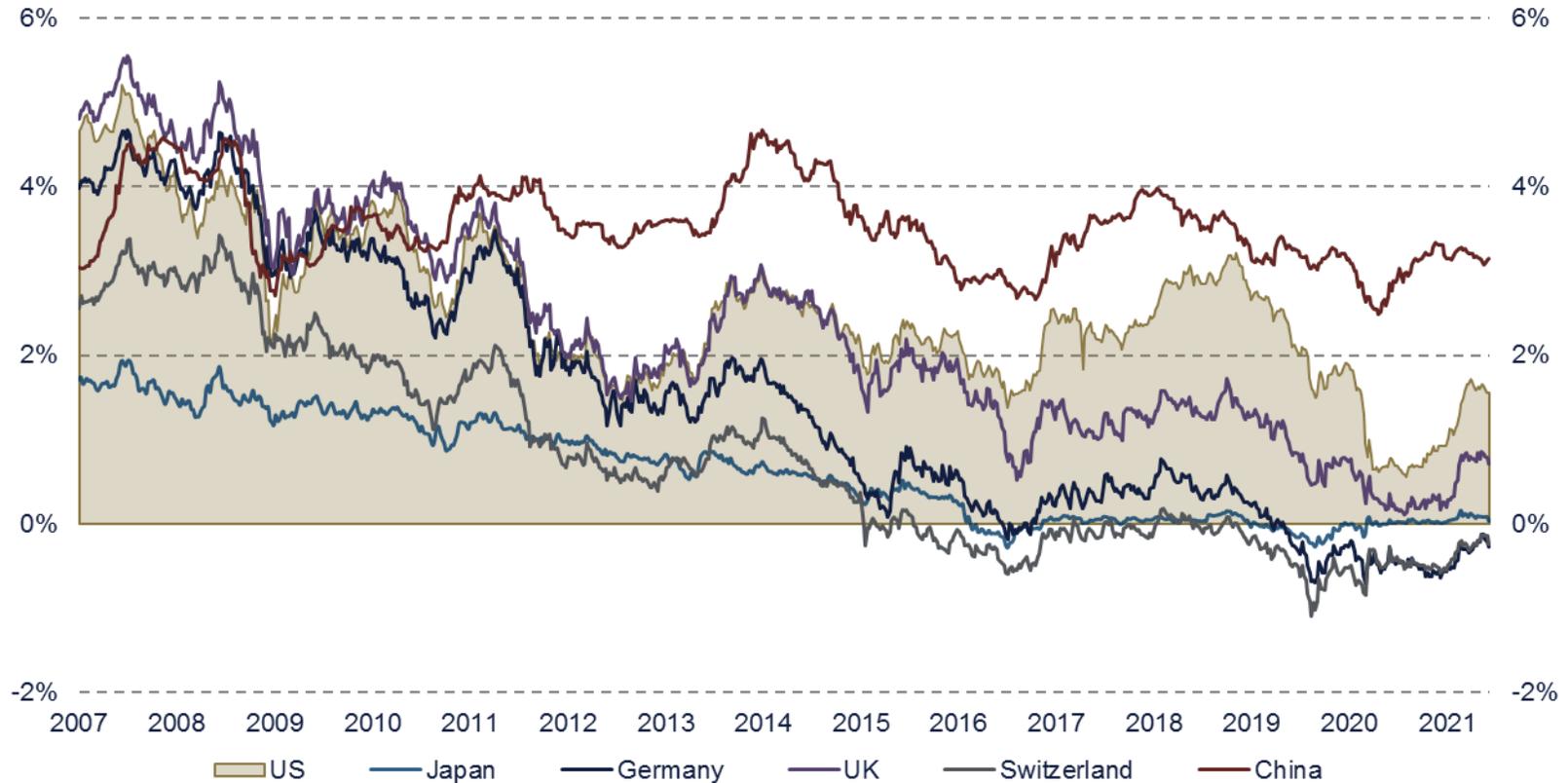
- Como era de esperar, **el ritmo de la recuperación económica se está moderando**, lo que reduce el riesgo de sobrecalentamiento de la economía
- Tras el impulso inicial por la reapertura, la realidad será una **economía aún sujeta a restricciones durante un tiempo prolongado**, y con gran divergencia en el desempeño a nivel de sectores y países

La inflación es sólo una parte del puzle



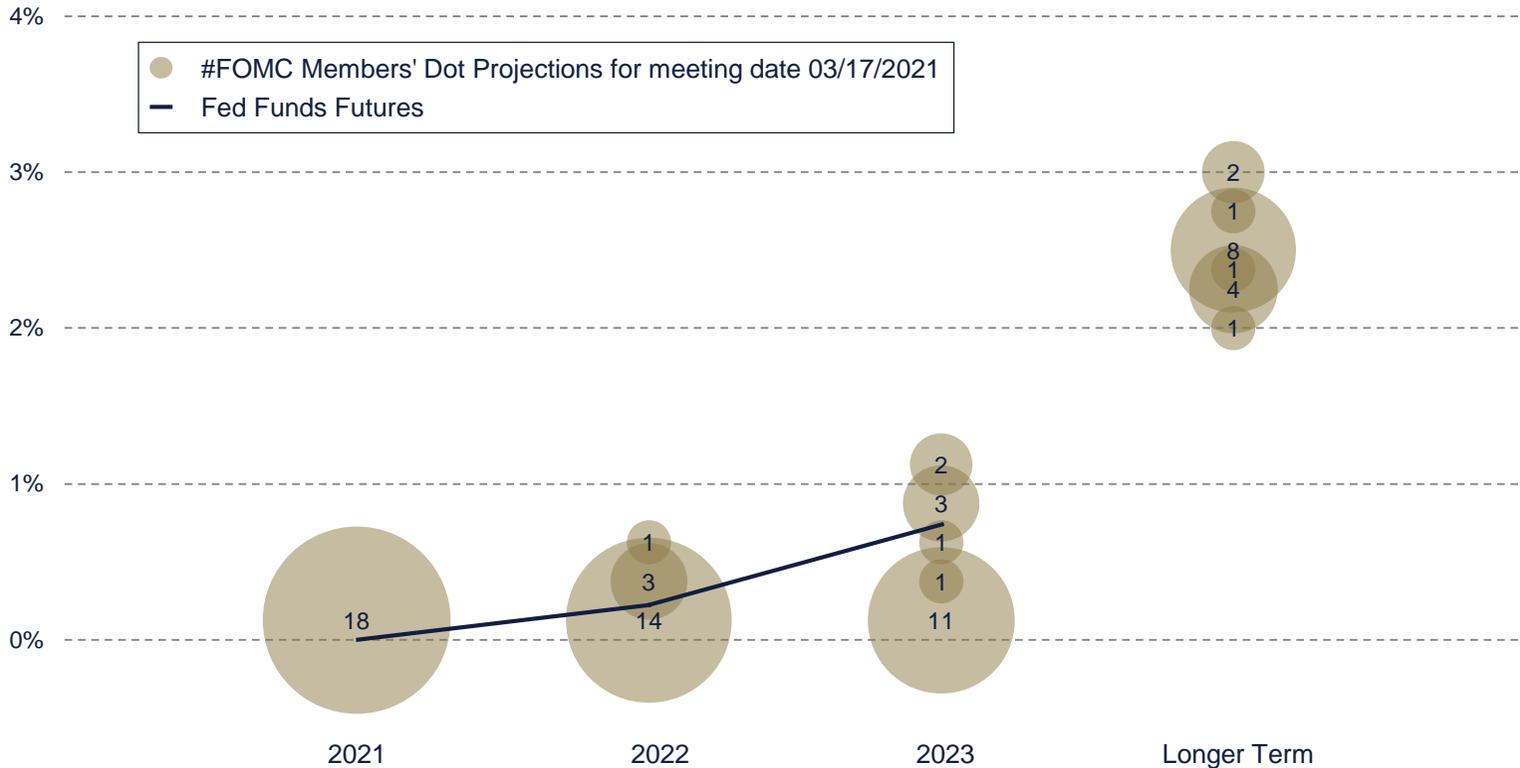
- Los tipos de interés están muy influenciados por las expectativas de inflación, pero hay **otras variables que también juegan un papel importante**
- La **"tasa de interés natural"** ha venido disminuyendo durante las últimas décadas, y en particular tras la crisis financiera. El impacto de la pandemia apunta hacia una nueva caída. Esto significaría que los tipos de interés pueden aún permanecer bajos a pesar de una mayor inflación

Las tasas se determinan a nivel global



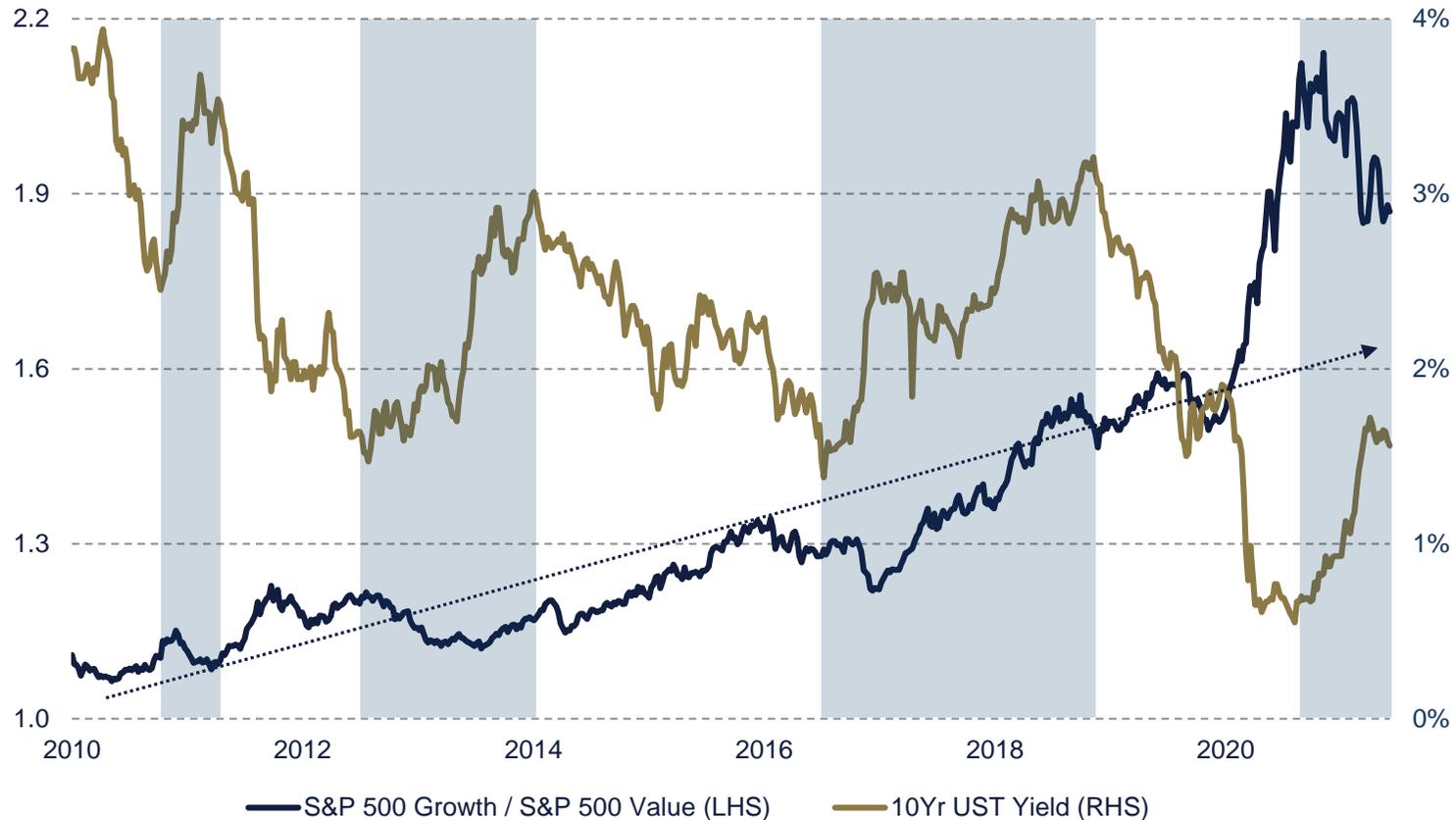
- La globalización, la digitalización y la demografía han lastrado los tipos de interés a nivel global durante mucho tiempo. Con el capital moviéndose libremente, **las tasas ya no están determinados únicamente por las condiciones locales**
- EE.UU. ha logrado hasta ahora escapar de la "trampa de los tipos de interés cero", pero **la demanda mundial limita el alza de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense**

La Fed está en el alambre



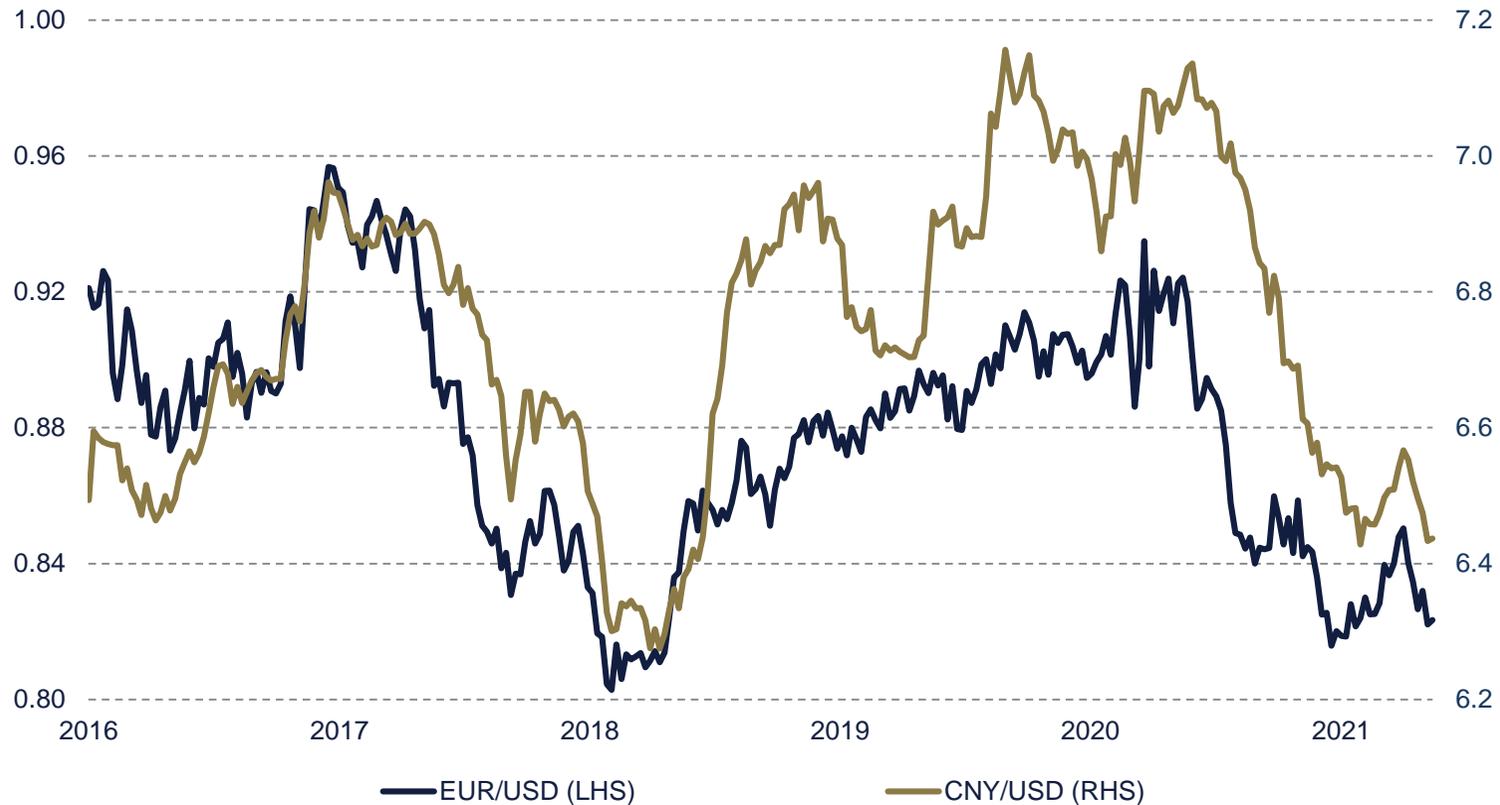
- La Fed tiene que **sopesar entre una inflación al alza y un mercado laboral** que aún tiene margen de recuperación; evitando al mismo tiempo cualquier error de comunicación que pueda provocar una repetición del "**Tapper Tantrum**"
- Hasta ahora, **la Fed ha logrado convencer al mercado de que van a seguir siendo pacientes**, y que no subirán las tasas ni reducirán las compras de activos hasta que la economía esté completamente fuera del túnel, pero el número de voces internas disidentes está aumentando

Elegir entre riesgo micro, o macro?



- La **incertidumbre macroeconómica** está **lastrando a las acciones de crecimiento**, cuyas valoraciones tradicionalmente se consideran más afectadas por la subida en los tipos de interés
- Sin embargo, **a largo plazo, la capacidad de aumentar las ganancias tiene un impacto mucho mayor en el rendimiento** de las acciones que los movimientos en las tasas

Una nueva divisa de reserva



- El mercado de divisas permanece también sujeto a la incertidumbre macroeconómica, dado que **el valor del dólar es muy dependiente del diferencial de tipos de interés** frente a otras divisas
- En este sentido, vemos al renminbi chino como **una de las monedas más atractivas**, dado que los bonos gubernamentales rinden aún por encima del 3%. Las autoridades chinas han demostrado además su claro compromiso a llevar a cabo una administración responsable de su moneda, con el objetivo de mejorar su **estatus como moneda de reserva global**

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	35% (+5%)	55% (-5%)	10%

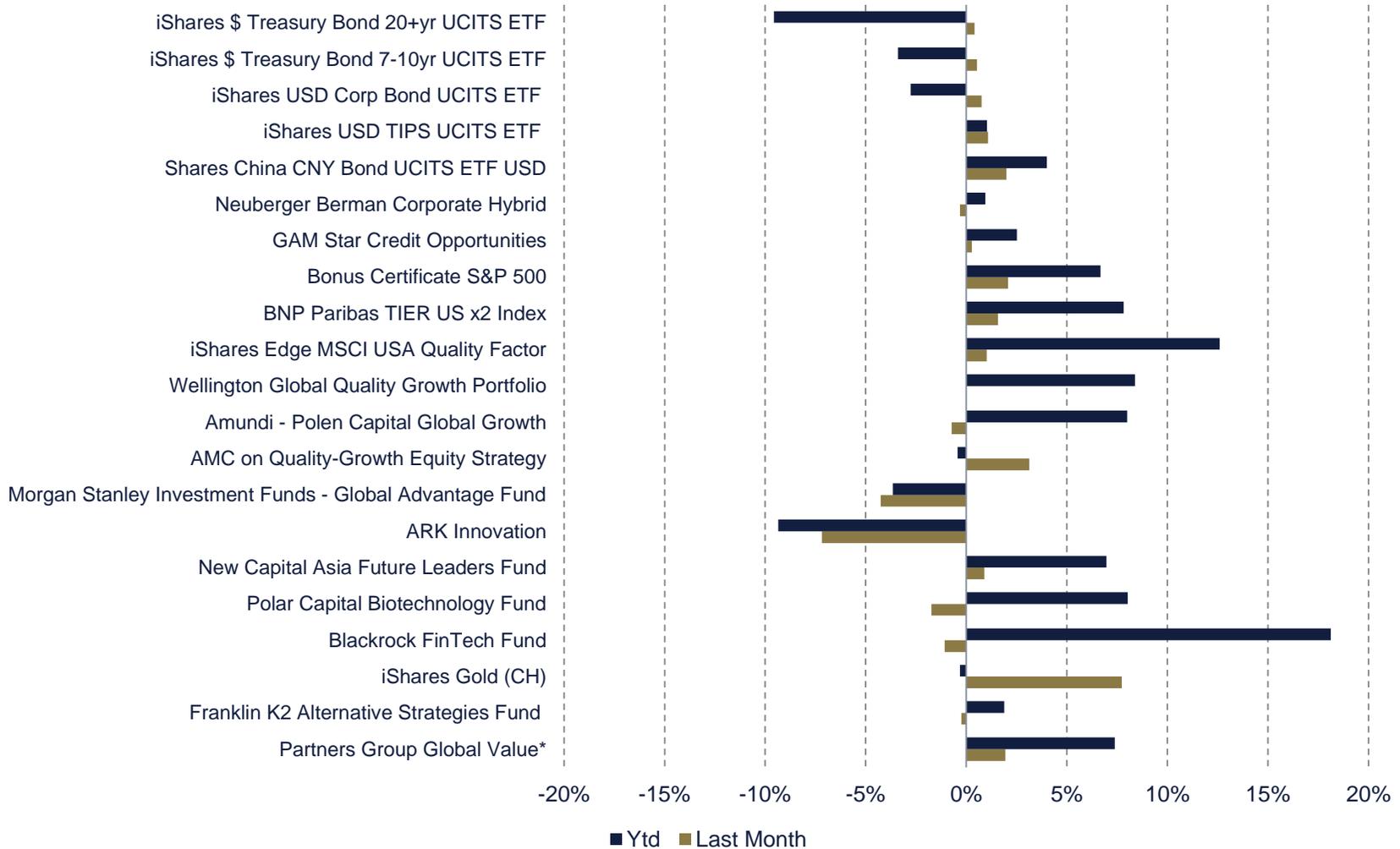
Catalizadores a corto plazo

Aceleración en la vacunación o tratamiento para el coronavirus, normalización de la actividad

Otros riesgos

Cambios impositivos a nivel global, Guerra comercial (II), Populismo/Nacionalismo, Geopolíticos (Oriente Próximo, Rusia, Irán, Corea N.),

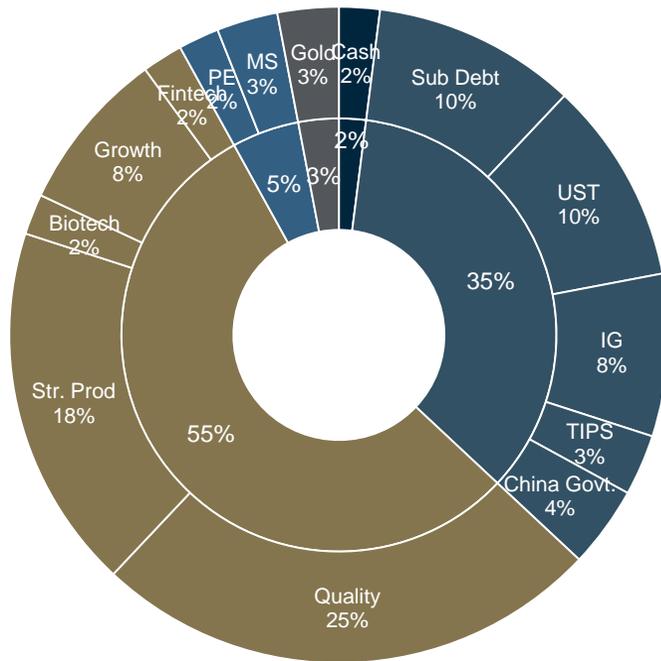
Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 10 de junio de 2021
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

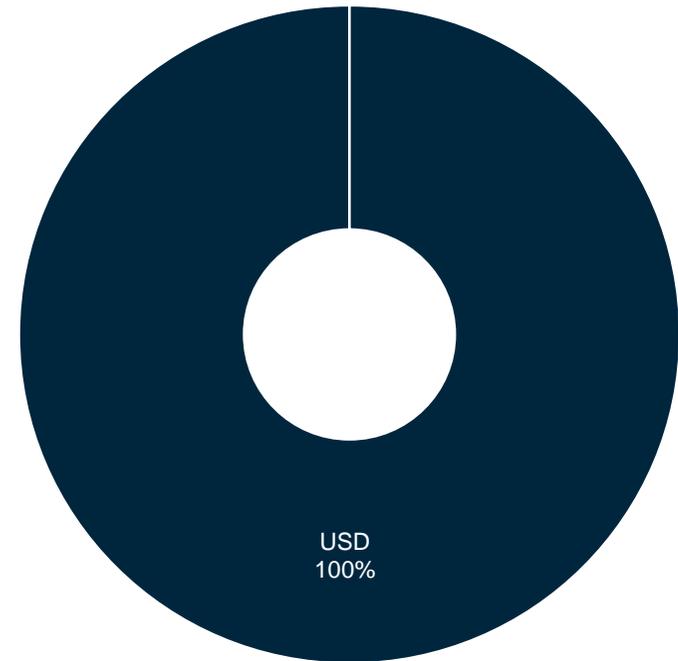
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



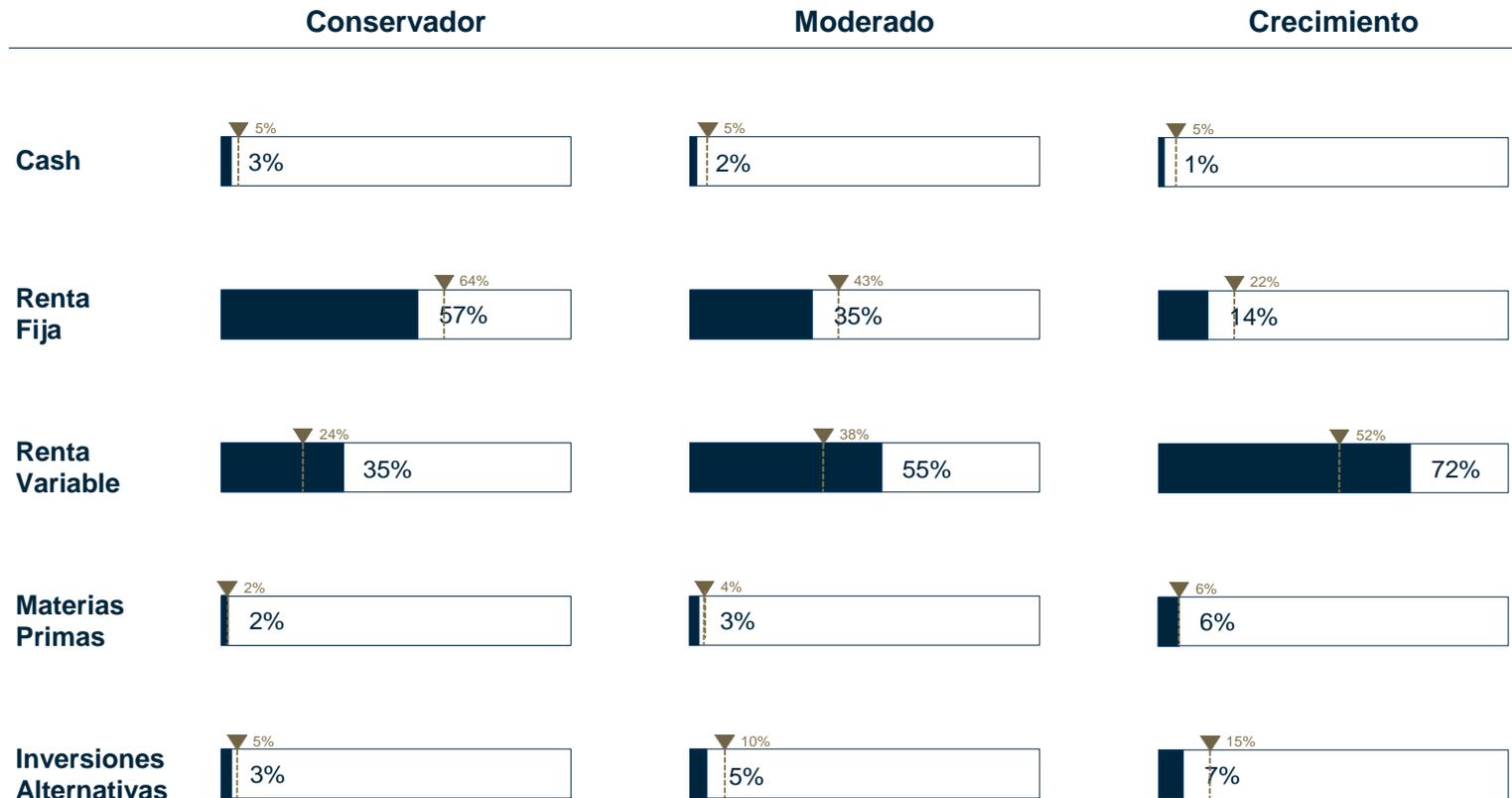
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



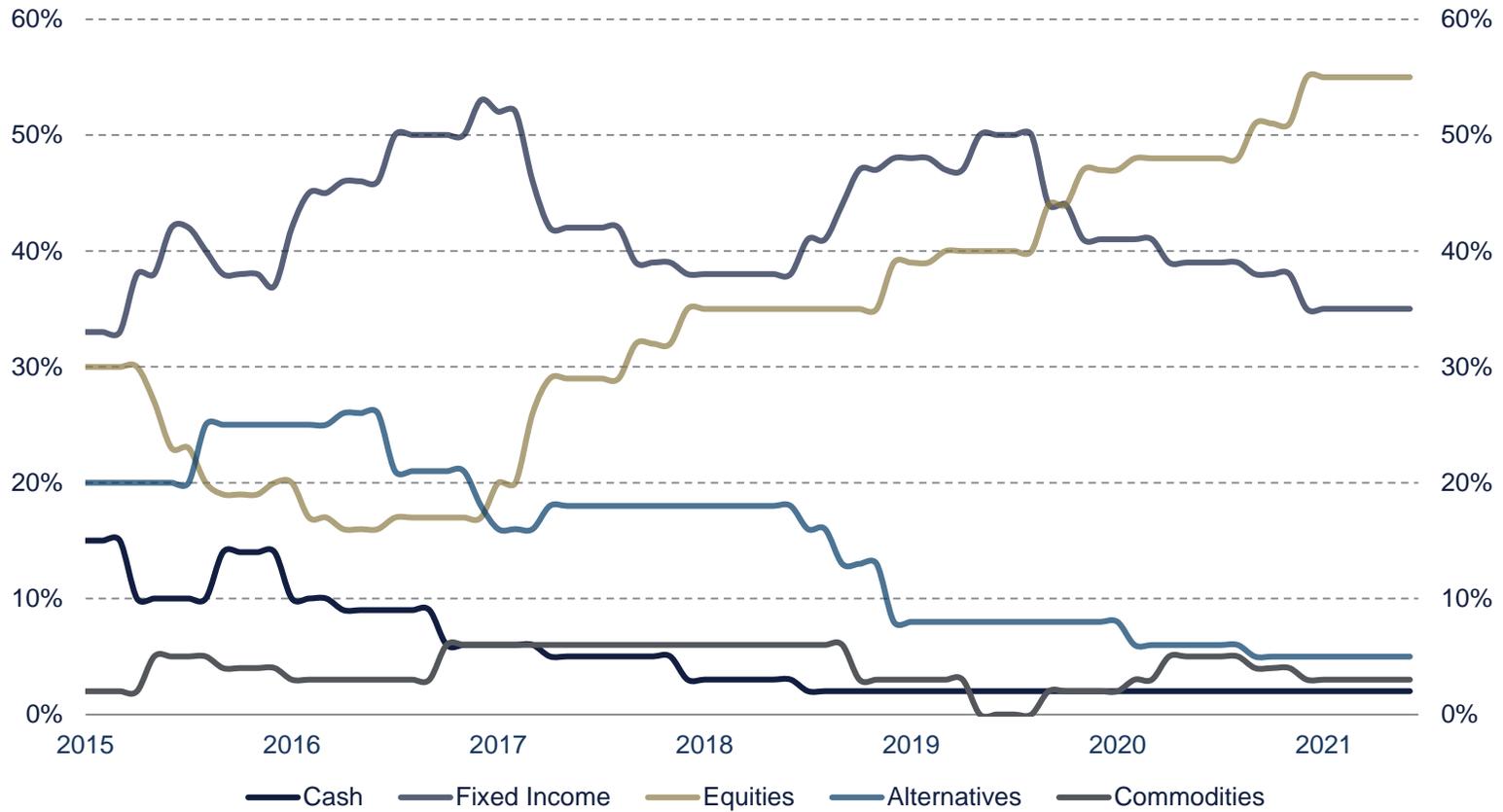
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

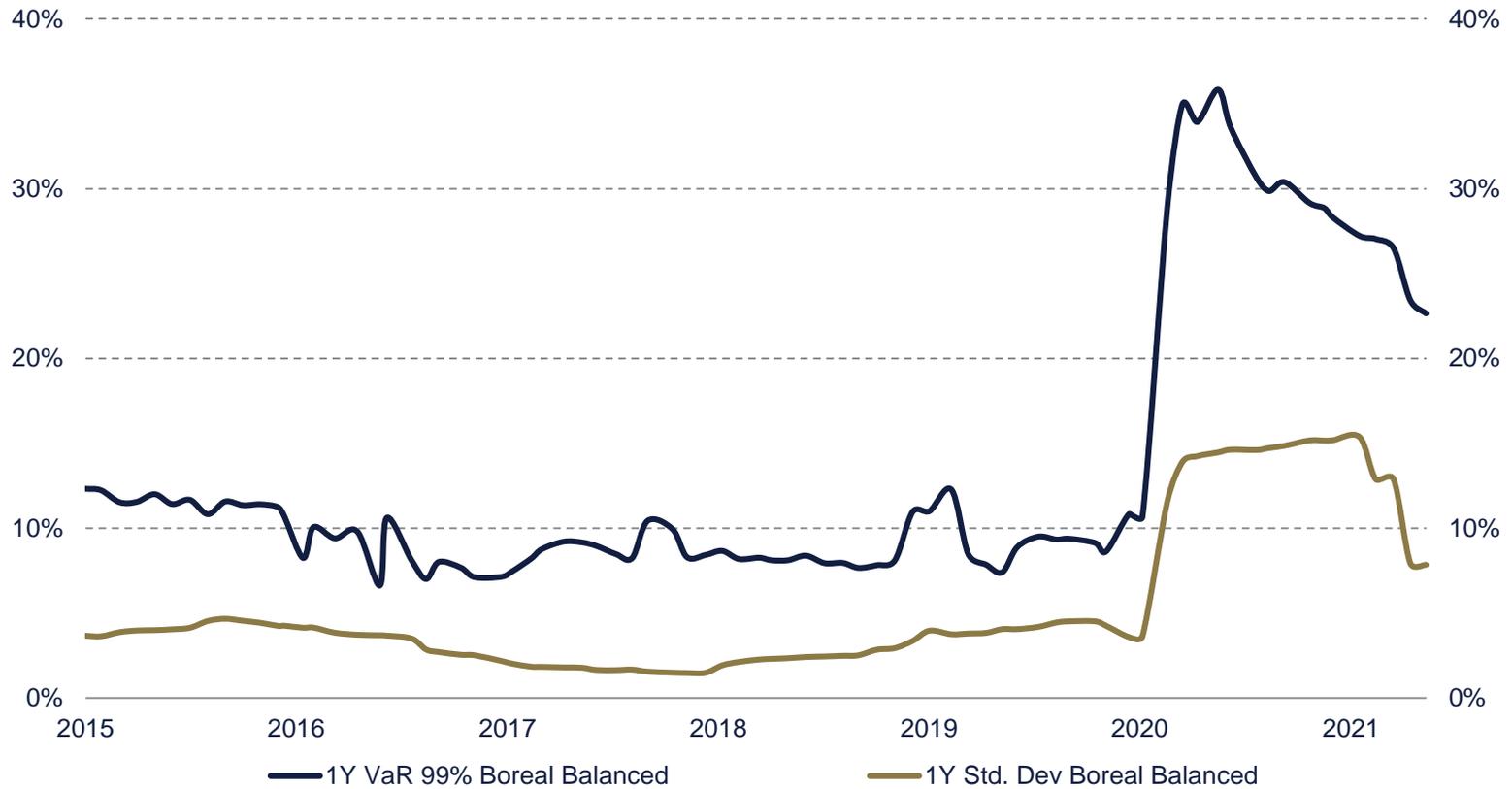


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

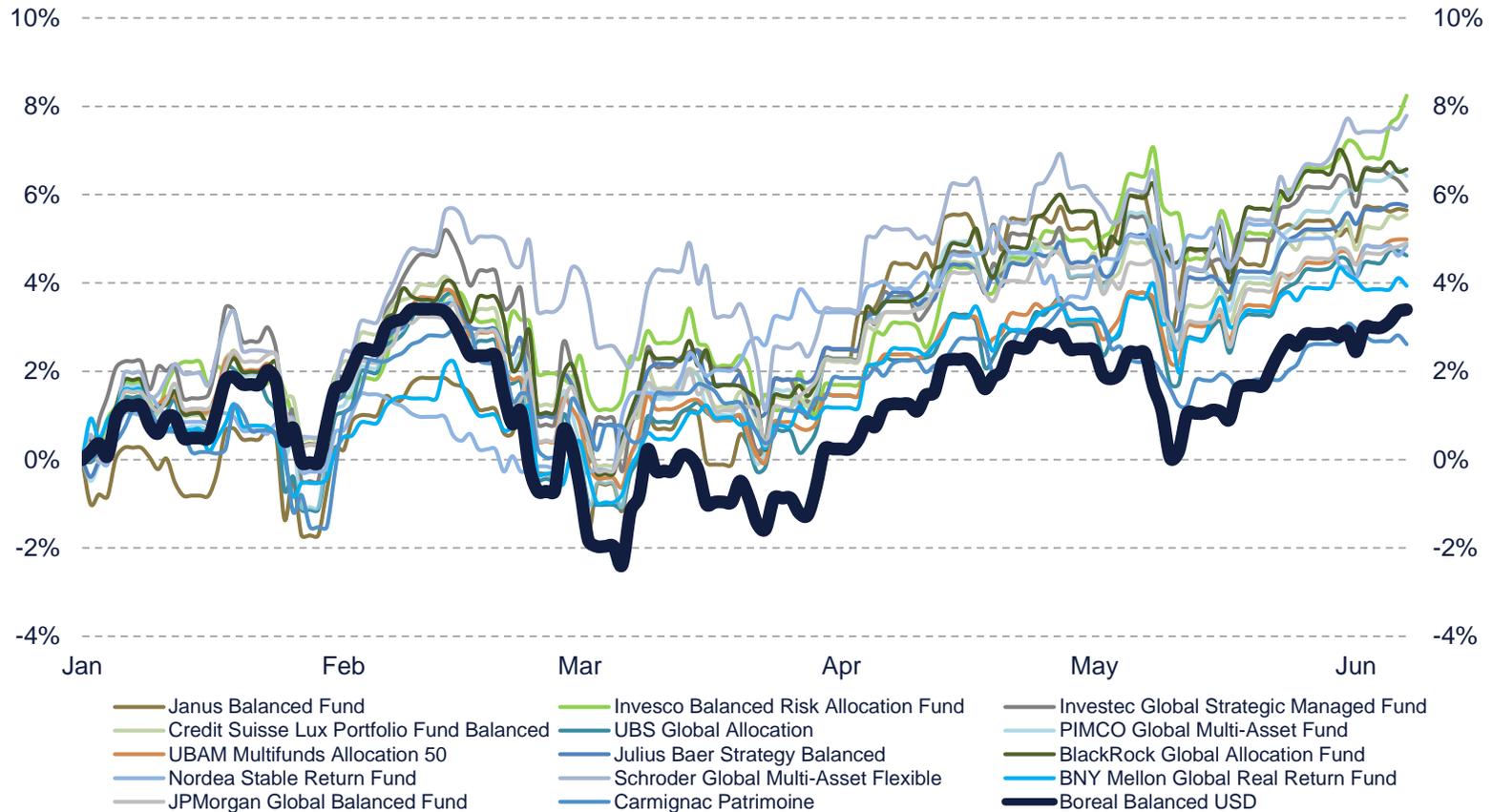


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 10 de junio de 2021
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **14º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **6º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **4º de 15**
- **Sharpe Ratio** (1 año¹): **8º de 15**

¹ A 10 de junio de 2021
Fuente: Bloomberg

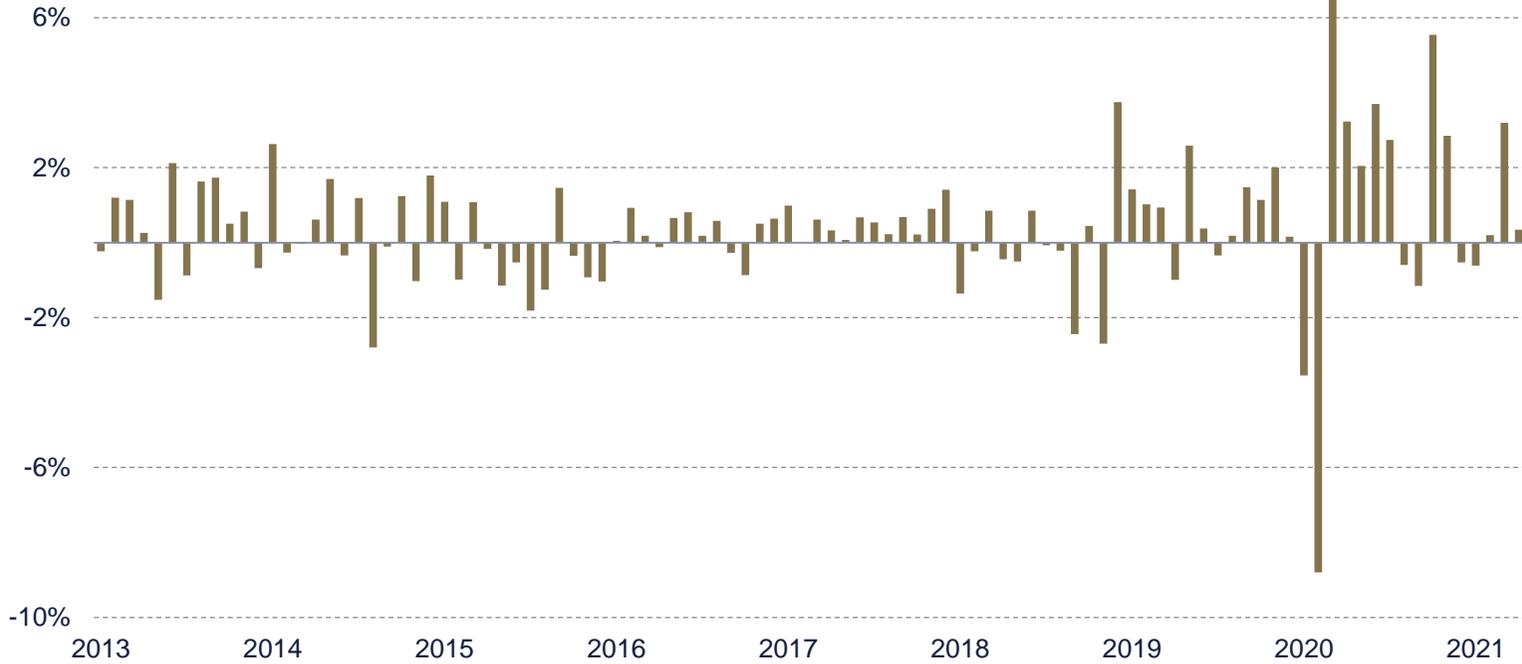
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **3.41%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **8.02%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **5.79%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **1.03**

¹ A 10 de junio de 2021

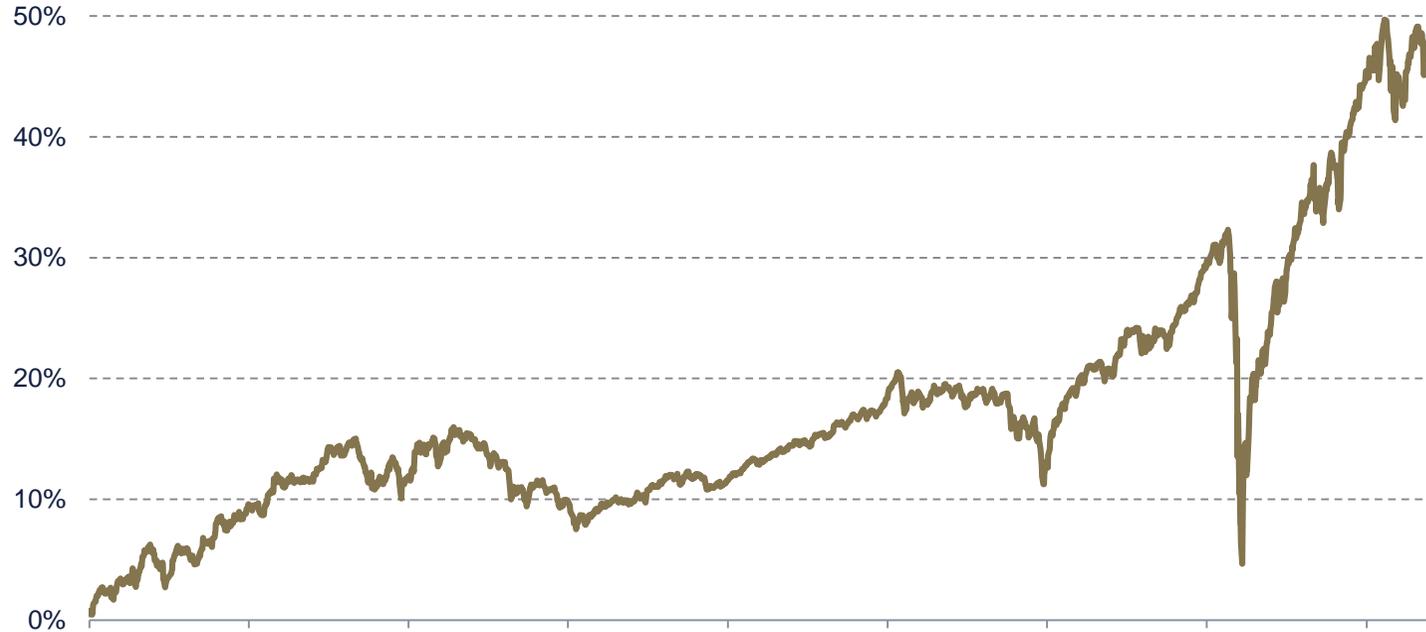
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 17.50%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 26.22%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2013¹): 50.42%**

¹ A 10 de junio 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%	3.41%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.18%	8.02%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	0.87	1.03

Annualized Return: 4.95%
 Annualized Std. Dev: 6.31%

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.