



Política de inversión

Octubre 2021

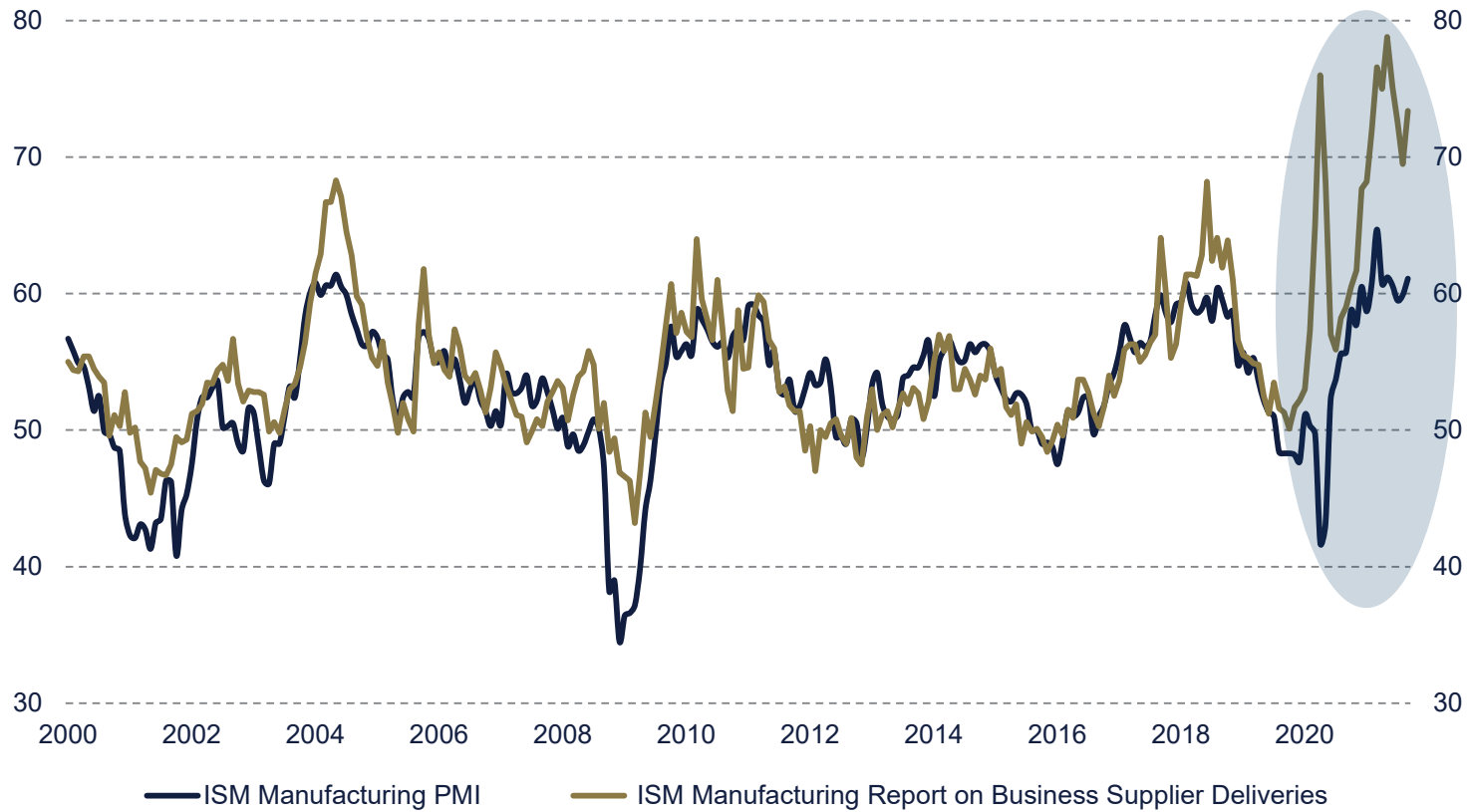
Resumen de mercados – Octubre 2021

- Un mes más, otro lote de datos macroeconómicos más. A medida que transcurre el tiempo, **umenta la evidencia de que las presiones inflacionistas pueden durar más de lo esperado inicialmente**. Los cuellos de botella logísticos, el aumento de los precios de la energía, la escasez de mano de obra y la subida en los precios de la vivienda, están comenzando a filtrarse en las **expectativas de inflación a medio plazo de los consumidores**; lo que aumenta el riesgo de causar una espiral inflacionista
- Independientemente de si finalmente estos factores resultan ser **transitorios o no, la Fed ya no puede ignorarlos por más tiempo**; particularmente si los salarios siguen repuntando. **La Fed se encuentra entre la espada y la pared**, ya que si no hace nada corre el riesgo de perder el control de la situación, mientras que un endurecimiento prematuro de la política monetaria podría ralentizar la economía en un momento crítico de la recuperación
- Tanto una aceleración de la inflación como un error de la Fed son escenarios plausibles, pero su impacto potencial en los mercados financieros es una cuestión de grado. Una suposición razonable es que **la inflación aumentará pero no se saldrá fuera de control**, y que la **Fed seguirá siendo paciente y sólo endurecerá su política monetaria de forma gradual**. Esta tesis implica que no veremos una recesión en el corto plazo
- Incluso si la economía estadounidense parece encaminarse por una senda de crecimiento, ésta no está aislada de riesgos externos; siendo la pandemia el recordatorio más obvio de ello. En este sentido, actualmente los **mayores riesgos provienen de China**; donde tenemos una **combinación de ralentización de crecimiento y problemas en el sector inmobiliario que podrían alimentarse mutuamente**. Hasta ahora, el mercado parece pensar que los riesgos de contagio están contenidos, aunque hay que observar de cerca los acontecimientos
- Con un cuadro macroeconómico más complicado y las tasas de interés al alza, **las valoraciones de las acciones dependen cada vez más del crecimiento de los beneficios empresariales**. En este sentido, seguimos presenciando un fuerte impulso de las ganancias que apoya nuestra visión constructiva sobre la renta variable. Sin embargo, esperamos que la **volatilidad se mantenga elevada a medida que los múltiplos de valoración tengan mayor probabilidad de comprimirse, que de expandirse**

Política de inversión

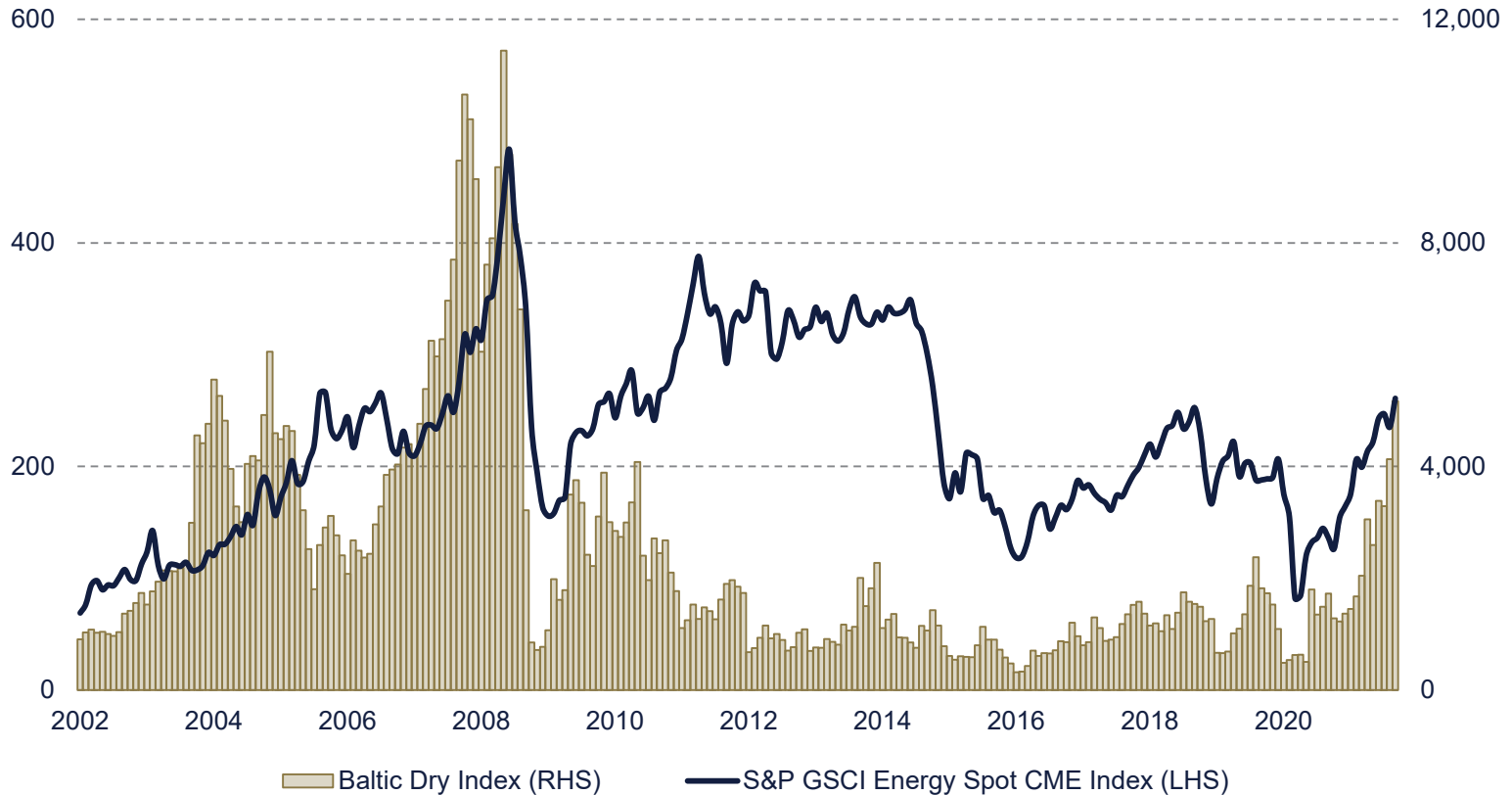
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado masivamente, favorecemos los bonos del Tesoro a largo plazo
	Crédito US	-	La 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	-	Actualmente la deuda emergente resulta poco atractiva desde el punto de vista de rentabilidad-riesgo
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 suelen ser más cíclicos, y es más difícil encontrar acciones de calidad
	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

Los problemas en la cadena de suministros persisten



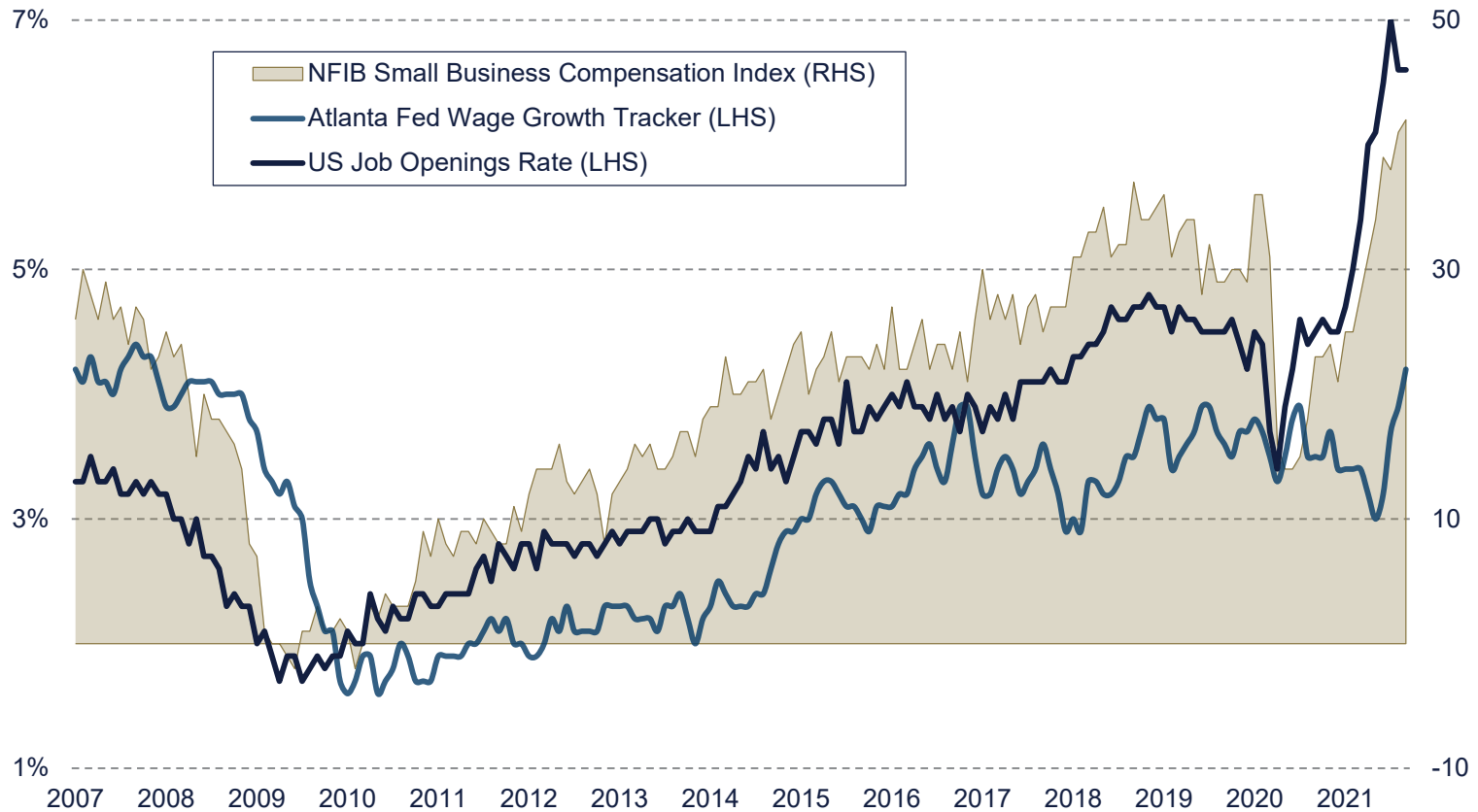
- **Los cuellos de botella logísticos están acaparando titulares**, dado que los fabricantes se enfrentan cada vez con más problemas para producir y distribuir sus productos; a medida que la economía emerge de la pandemia

La economía es cíclica por naturaleza



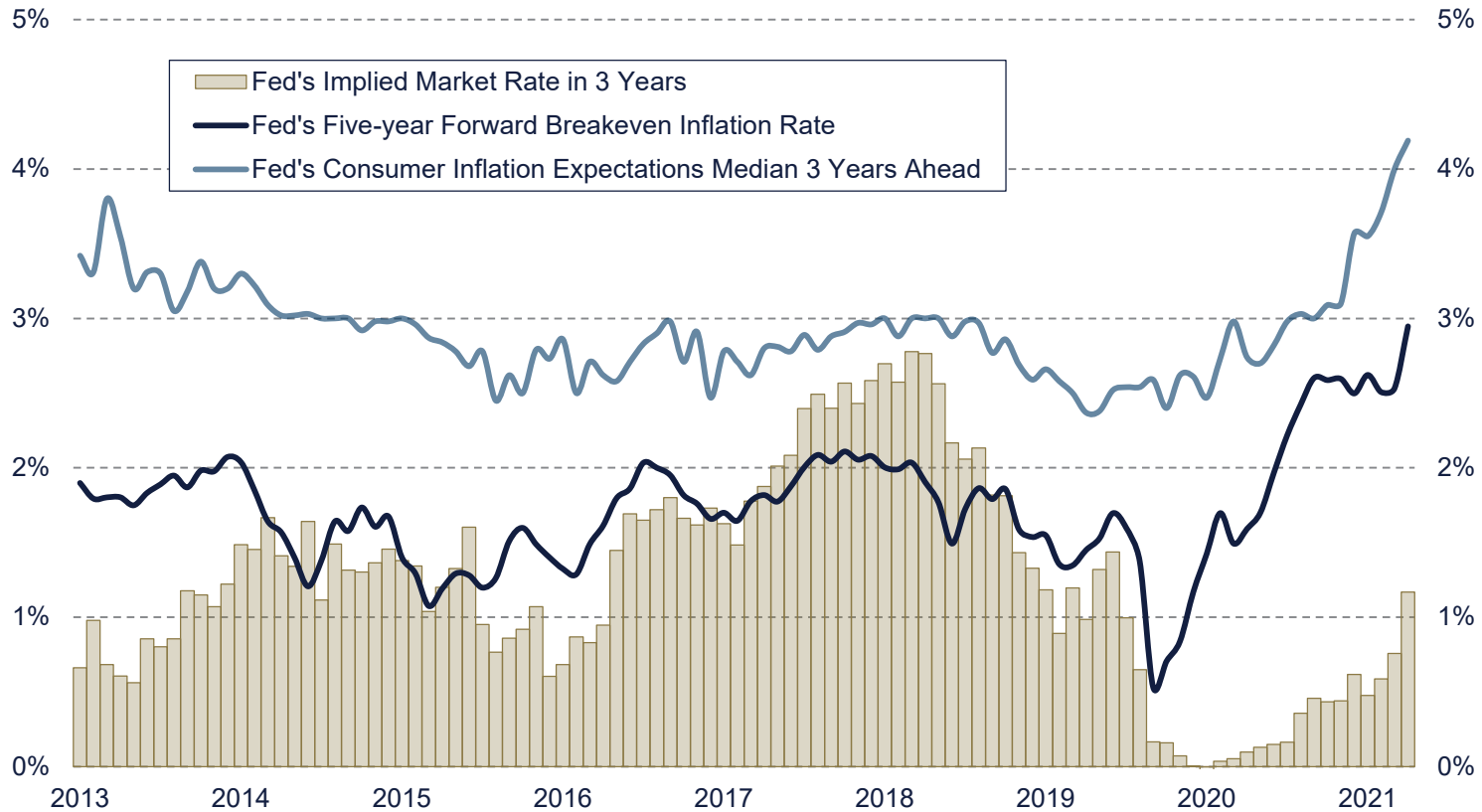
- A pesar de que las interrupciones en la cadena de suministros están demostrando durar más de lo esperado inicialmente, debemos tratar de **diferenciar entre lo anecdótico y los problemas estructurales**
- En esta ocasión **los precios de energía y transporte no están aumentando por un sobrecalentamiento de la economía**, sino por las interrupciones y la falta de inversiones inducidas por la pandemia

¿Dónde están los trabajadores?



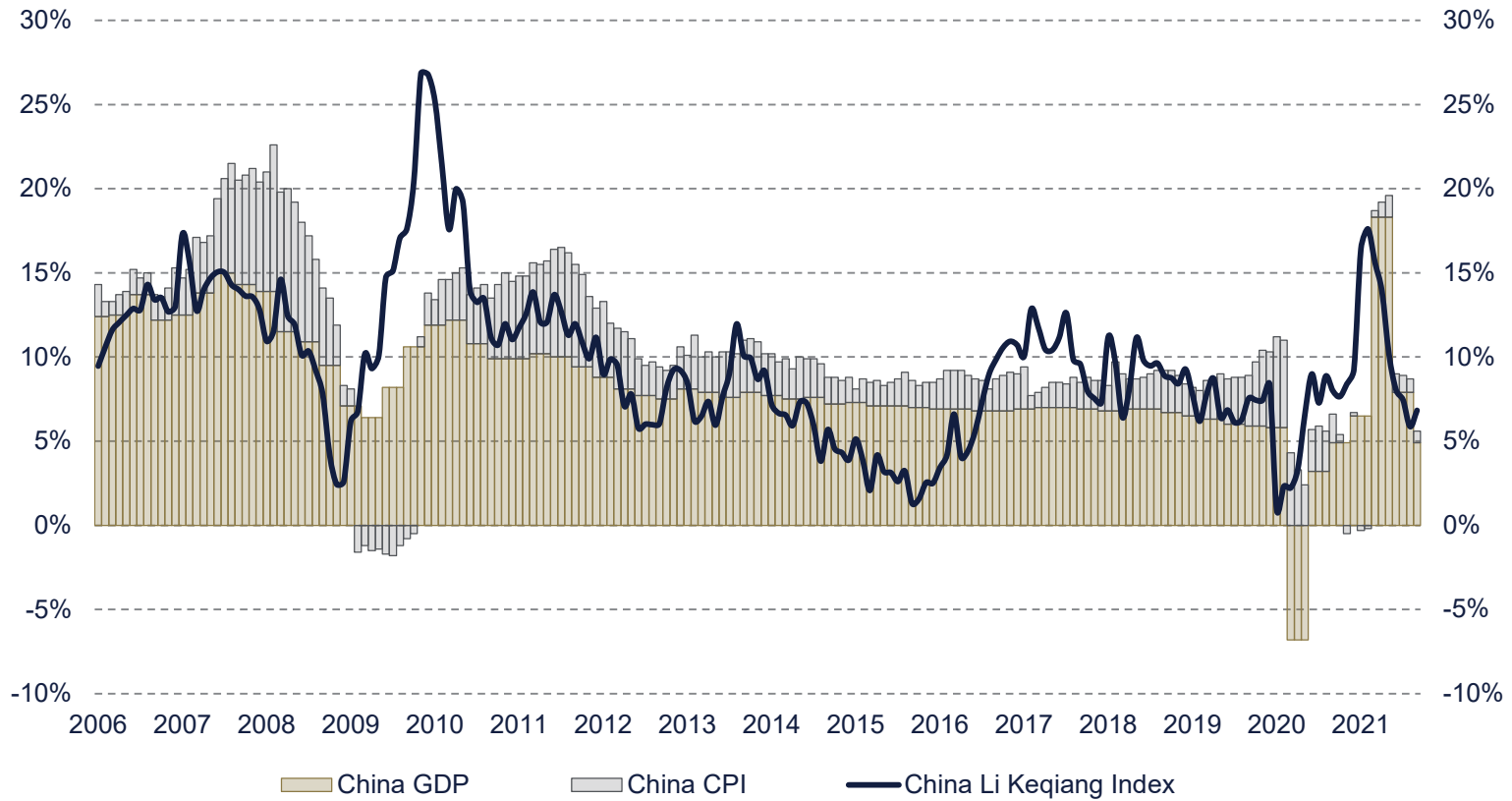
- Se está acumulando evidencia de que **la escasez de mano de obra está comenzando a traducir en alzas salariales**
- De continuar esta tendencia, tendremos **todos los ingredientes para un aumento sostenido de la inflación**

No se puede hablar más de transitoriedad



- La subida de precios causada por la escasez en ciertos bienes y servicios, así como el aumento de los salarios y los precios de la vivienda, están **comenzando a filtrarse en las expectativas de inflación de los consumidores**
- **La Fed no puede permanecer paciente por mucho más tiempo** ya que, de lo contrario, existe el riesgo de que más adelante tenga que subir los tipos de forma más agresiva; poniendo en riesgo la recuperación económica

La inflación no es el mayor riesgo



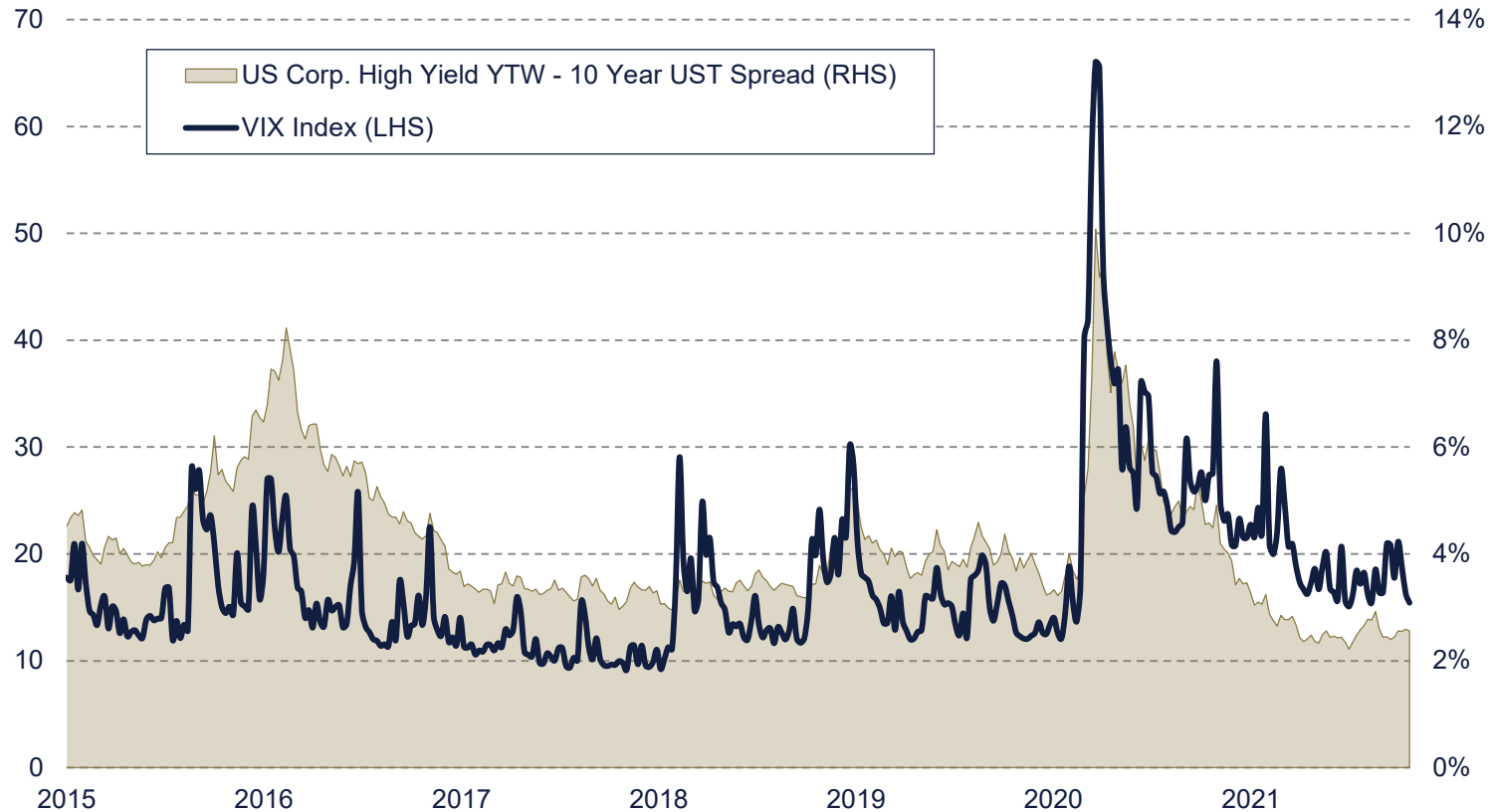
- **Los problemas de China están quedando relegados a un segundo plano**, con el mercado poco preocupado hasta ahora por una posible desaceleración económica en el país
- El crecimiento sigue desacelerándose y, a diferencia del resto del mundo, la inflación continúa deprimida; lastrando con ello el **PIB real hasta niveles no vistos en décadas**

Riesgo de contagio contenido hasta ahora



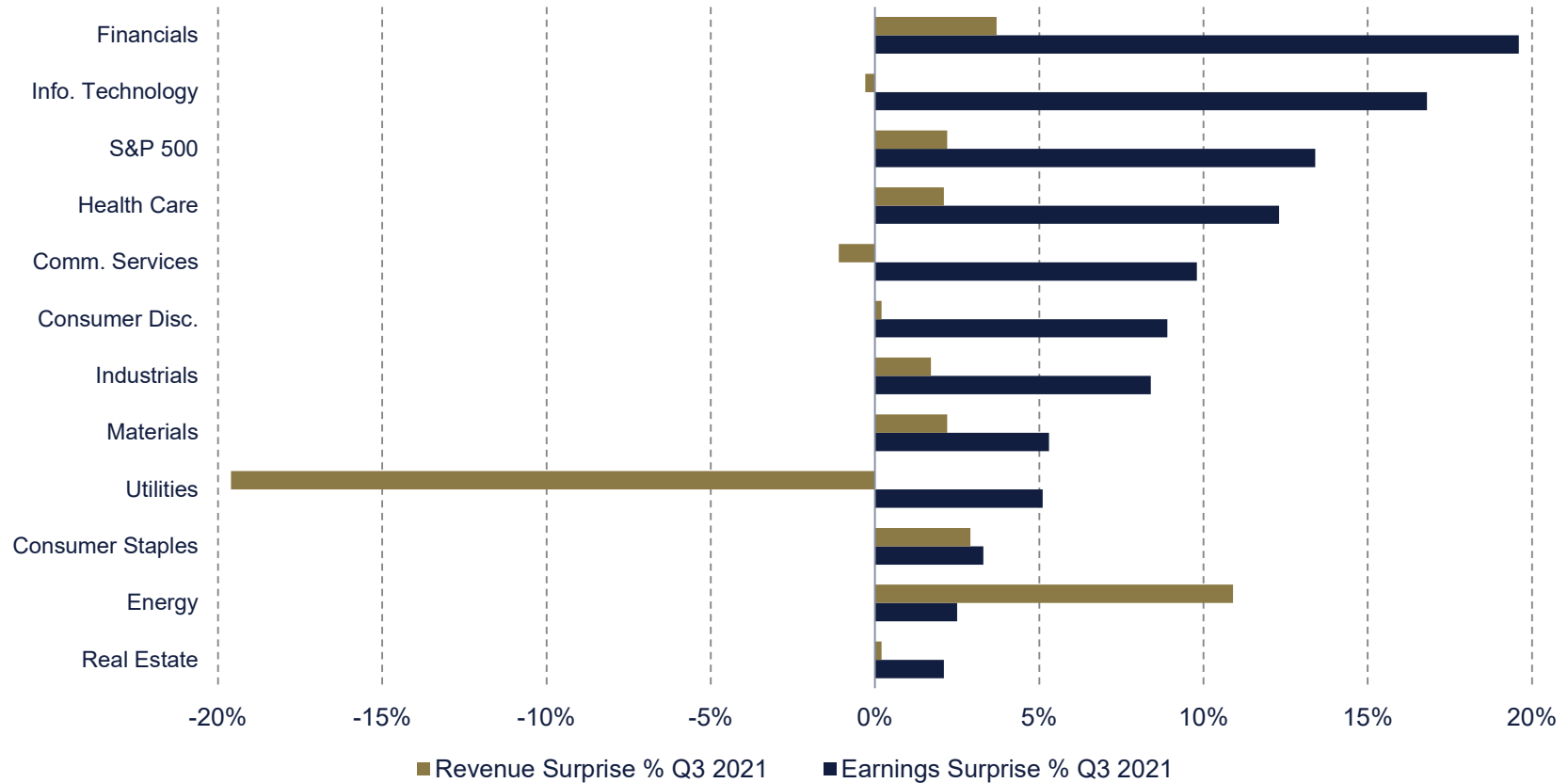
- La **crisis de la promotora Evergrande** parece estar sólo afectando a las **compañías más endeudados del sector inmobiliario en China**
- Sin embargo, existe el **riesgo de que tenga un impacto sobre los consumidores** si los precios de la vivienda se viesen en algún momento afectados

Correcciones por valoración, no por crecimiento



- A juzgar por los diferenciales de crédito, **el mercado no está poniendo en precio una recesión en el corto plazo**
- Sin embargo, a medida que la trayectoria de los tipos de interés se vuelve menos predecible y los múltiplos de valoración comienzan a comprimirse, **los mercados de valores se encuentran cada vez más vulnerables a cambios en el sentimiento del mercado**

De vuelta a los fundamentales



• Con la expansión de múltiplos probablemente finalizada, **el crecimiento de las ganancias será el factor más crítico que determinará el desempeño en el medio plazo**, lo que resalta la importancia de **permanecer altamente selectivo**

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%)	45% (-10%)	20% (+5%)

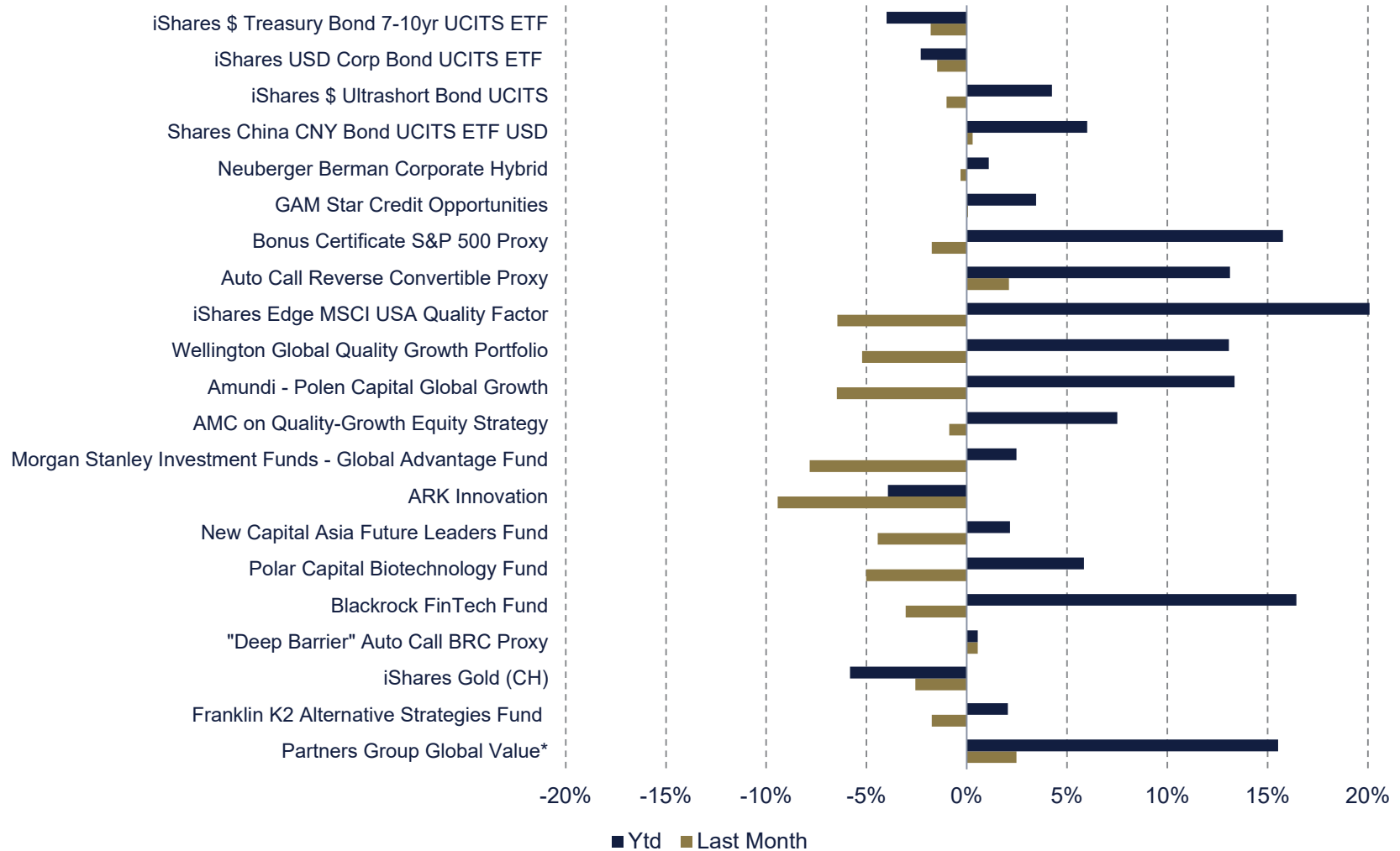
Catalizadores a corto plazo

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.),

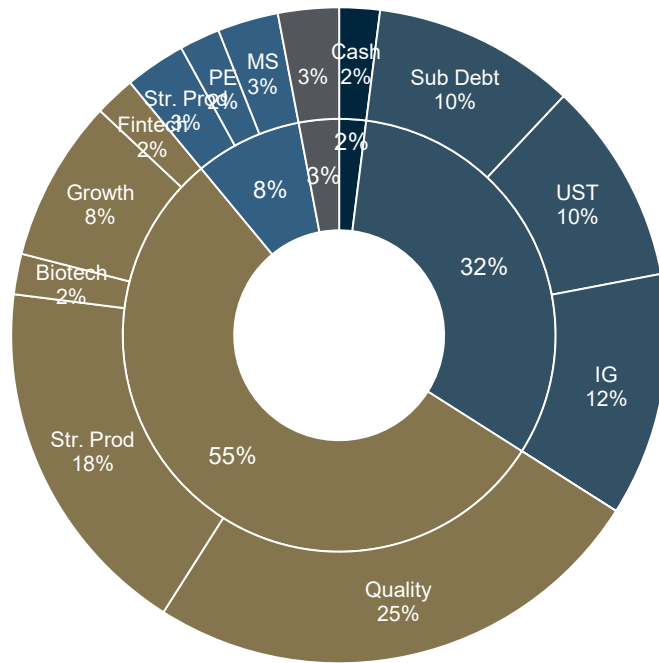
Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 18 de octubre de 2021
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

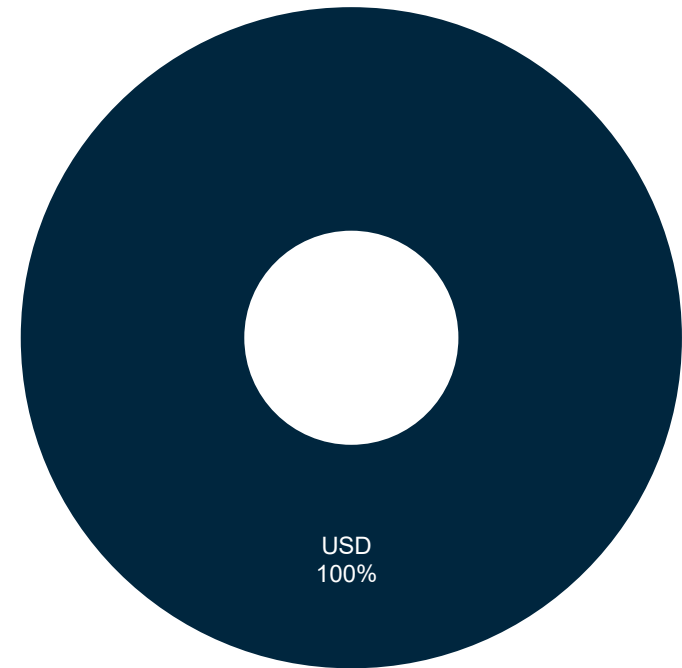
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



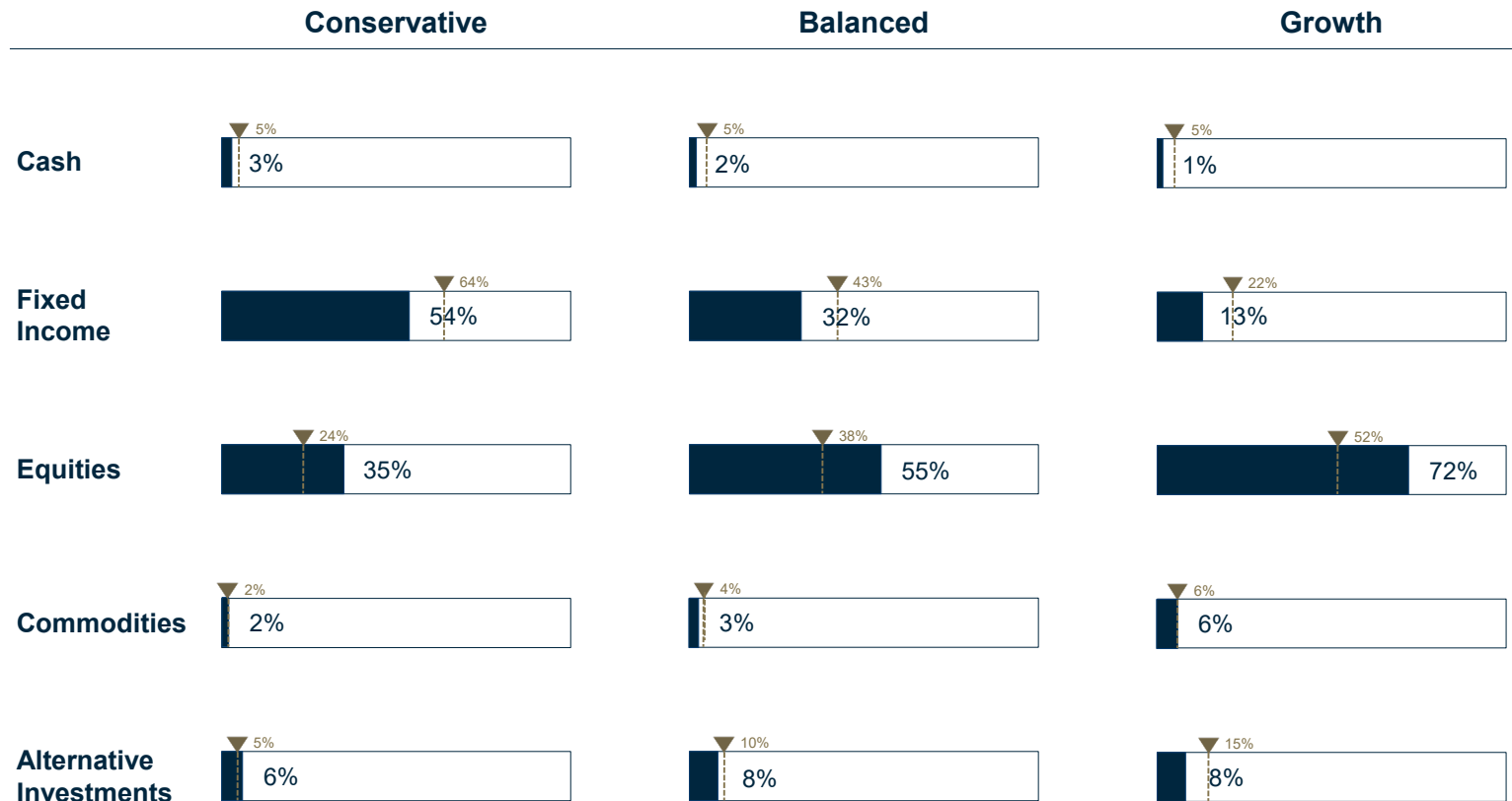
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



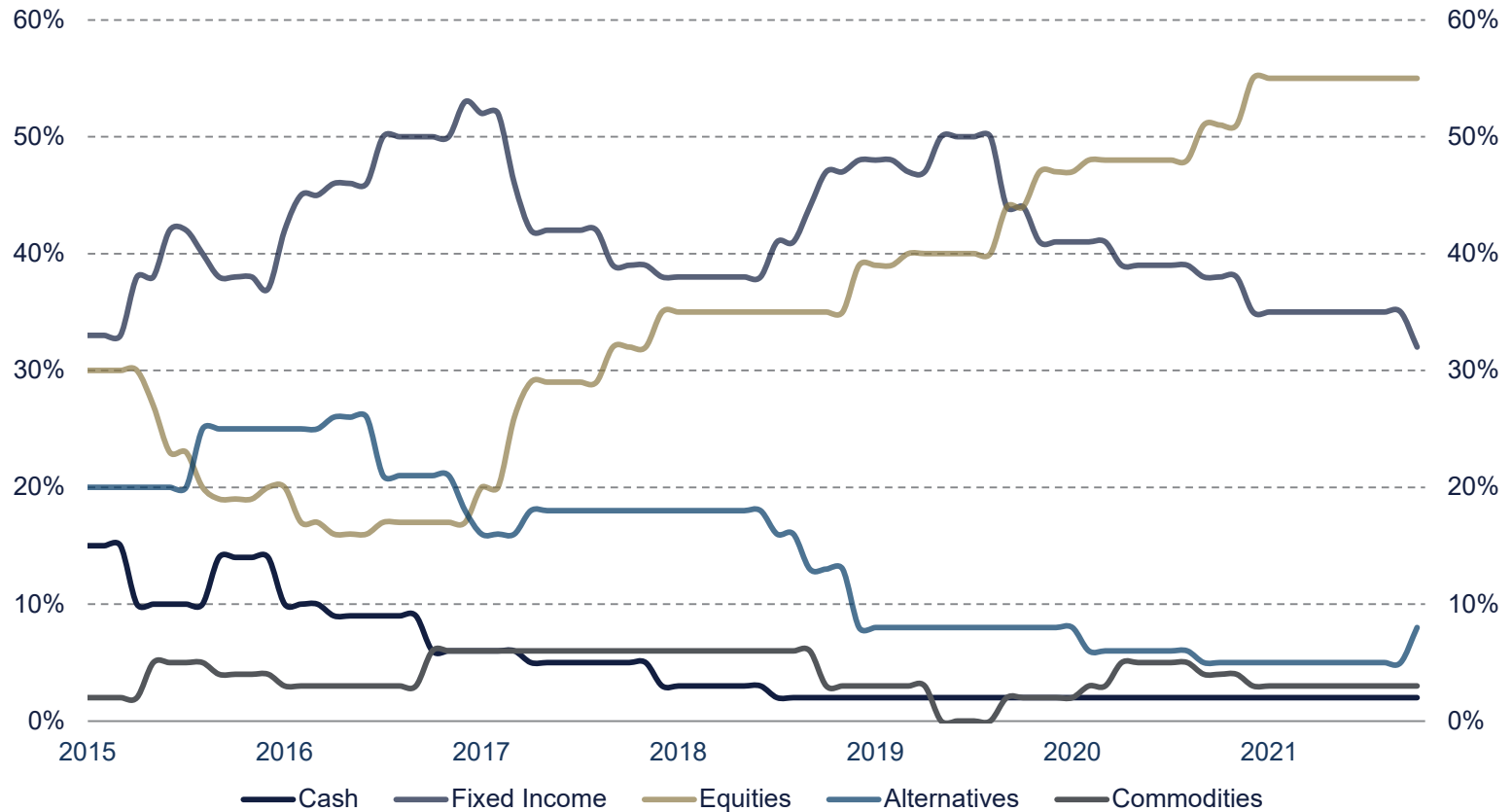
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

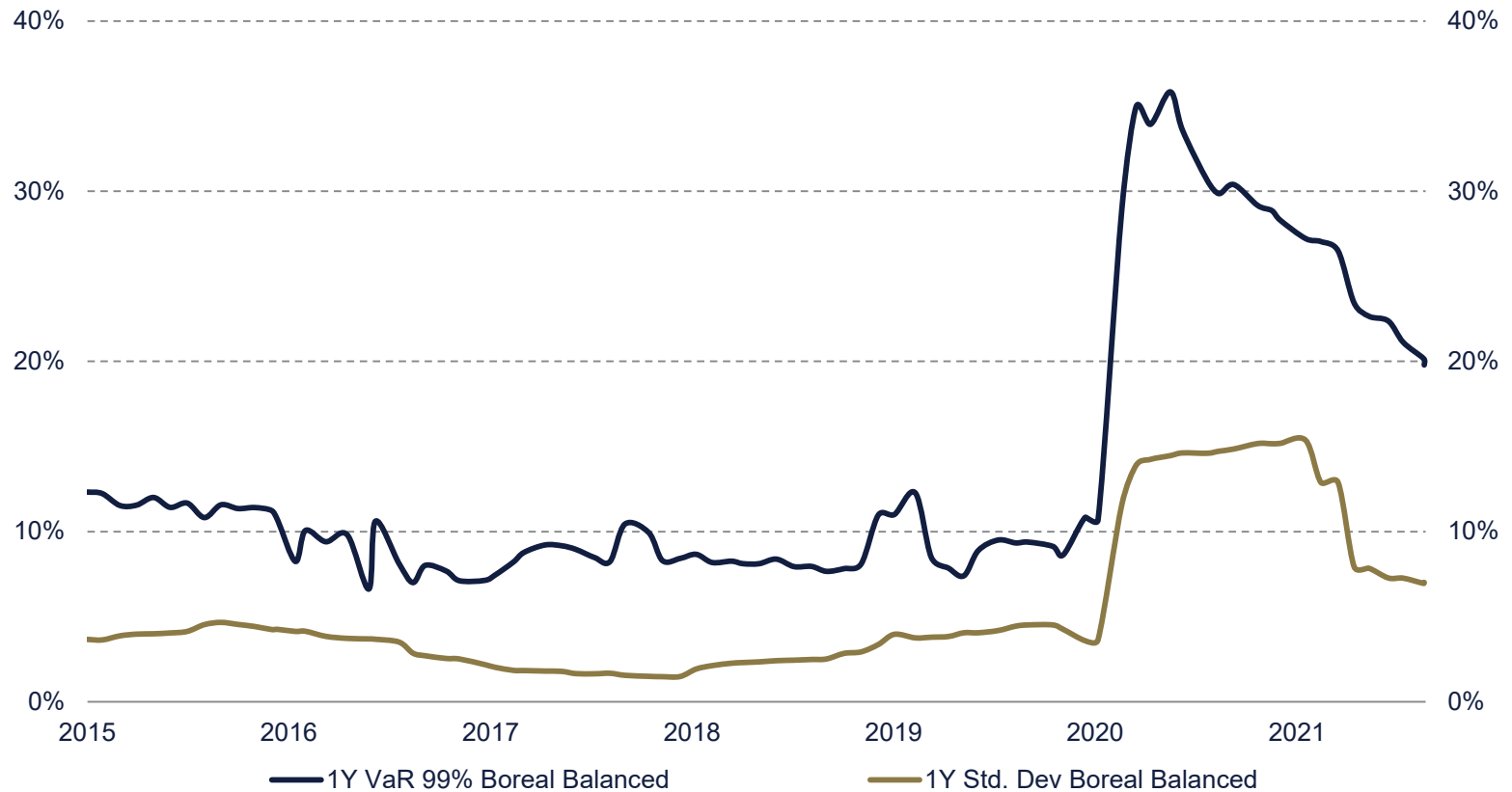


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

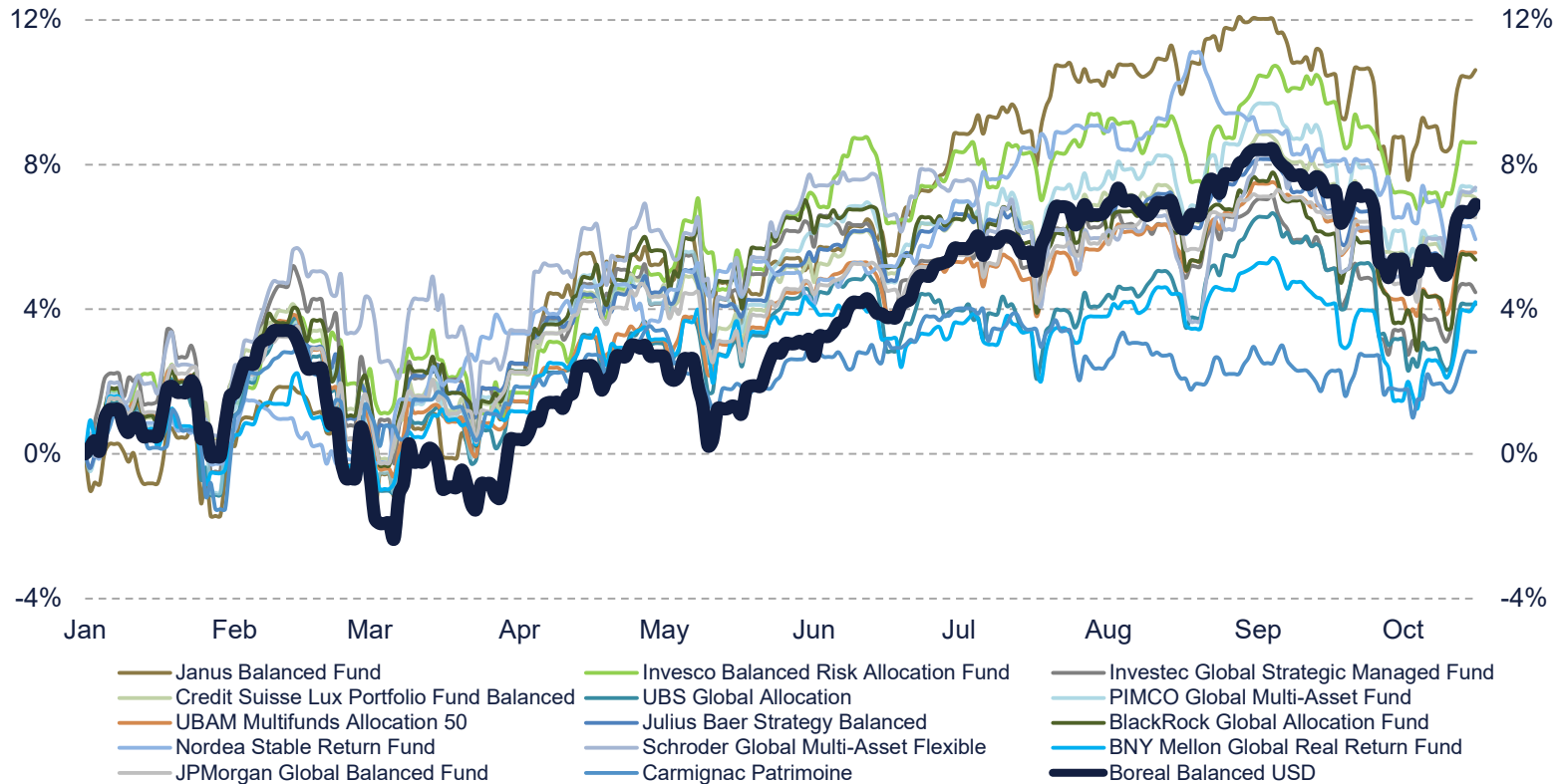


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 18 de octubre de 2021
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (en el año)

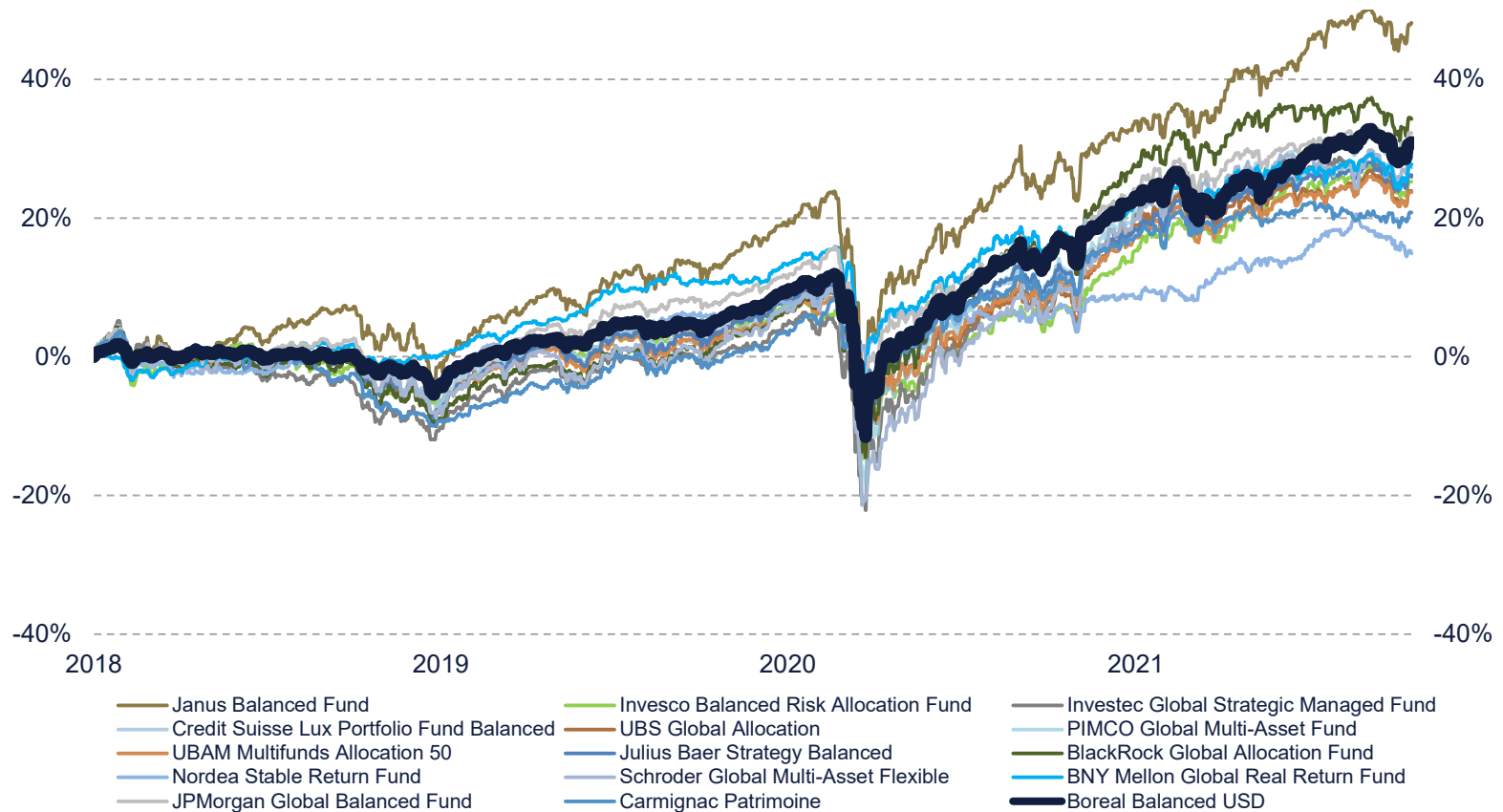


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **8º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **4º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **4º de 15**
- **Sharpe Ratio** (1 año¹): **3º de 15**

¹ A 18 de octubre de 2021

Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (2)



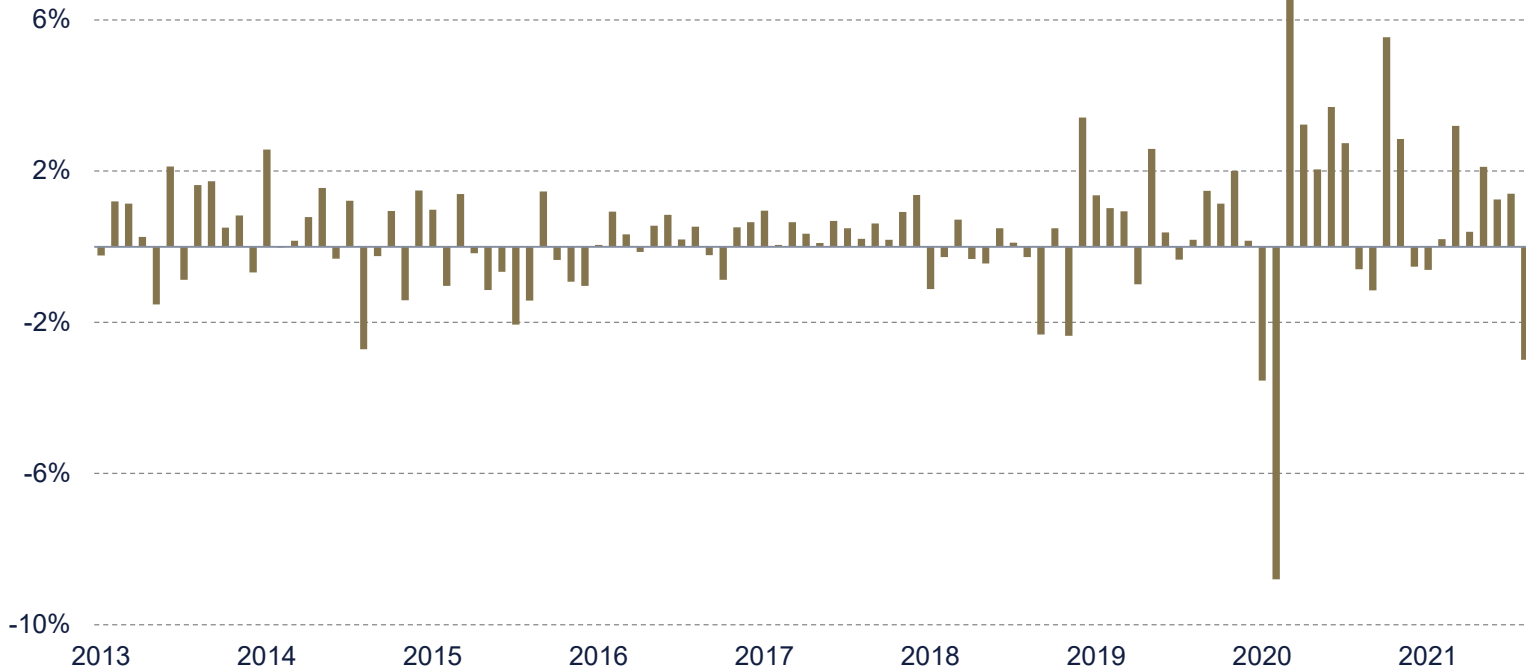
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **6.40%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **6.96%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **5.09%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **1.20**

¹ A 18 de octubre de 2021

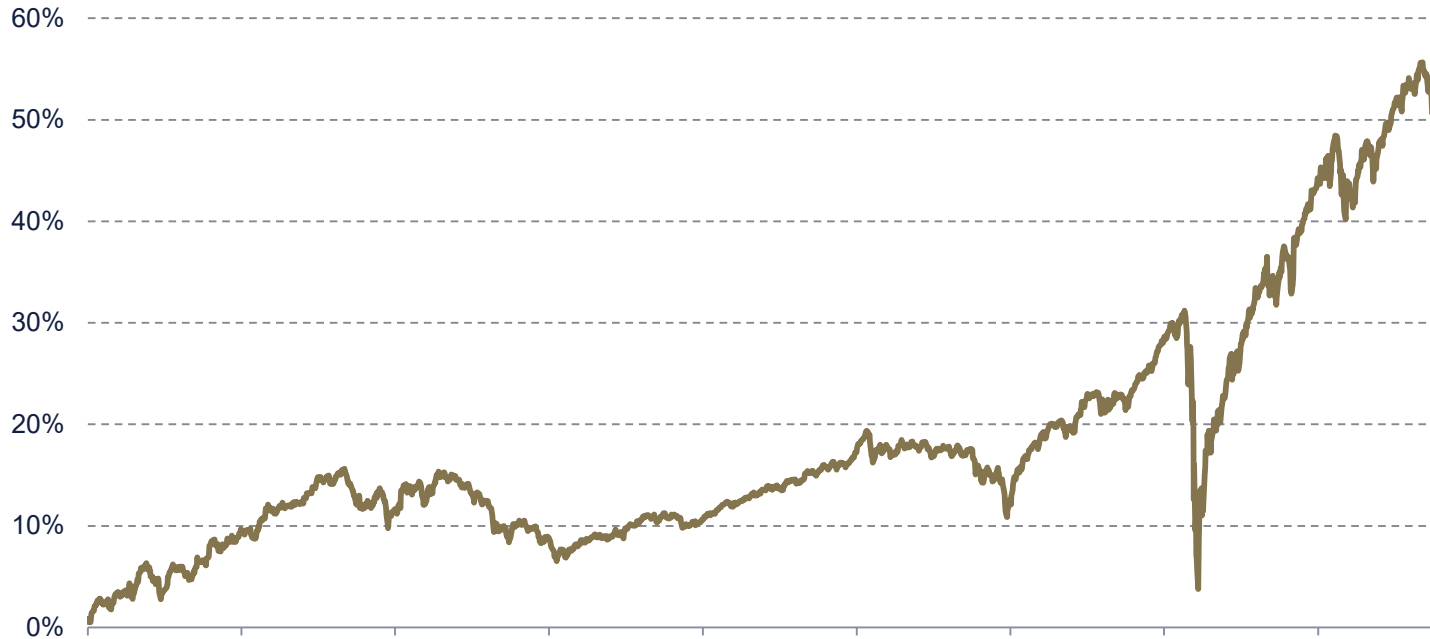
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta** (1 año¹): **12.09%**
- **Rentabilidad absoluta** (3 años¹): **32.65%**
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2013¹): **53.47%**

¹ A 18 de octubre 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%	6.40%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.18%	6.96%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	0.87	1.20

Annualized Return: 4.99%
 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.