



Política de inversión

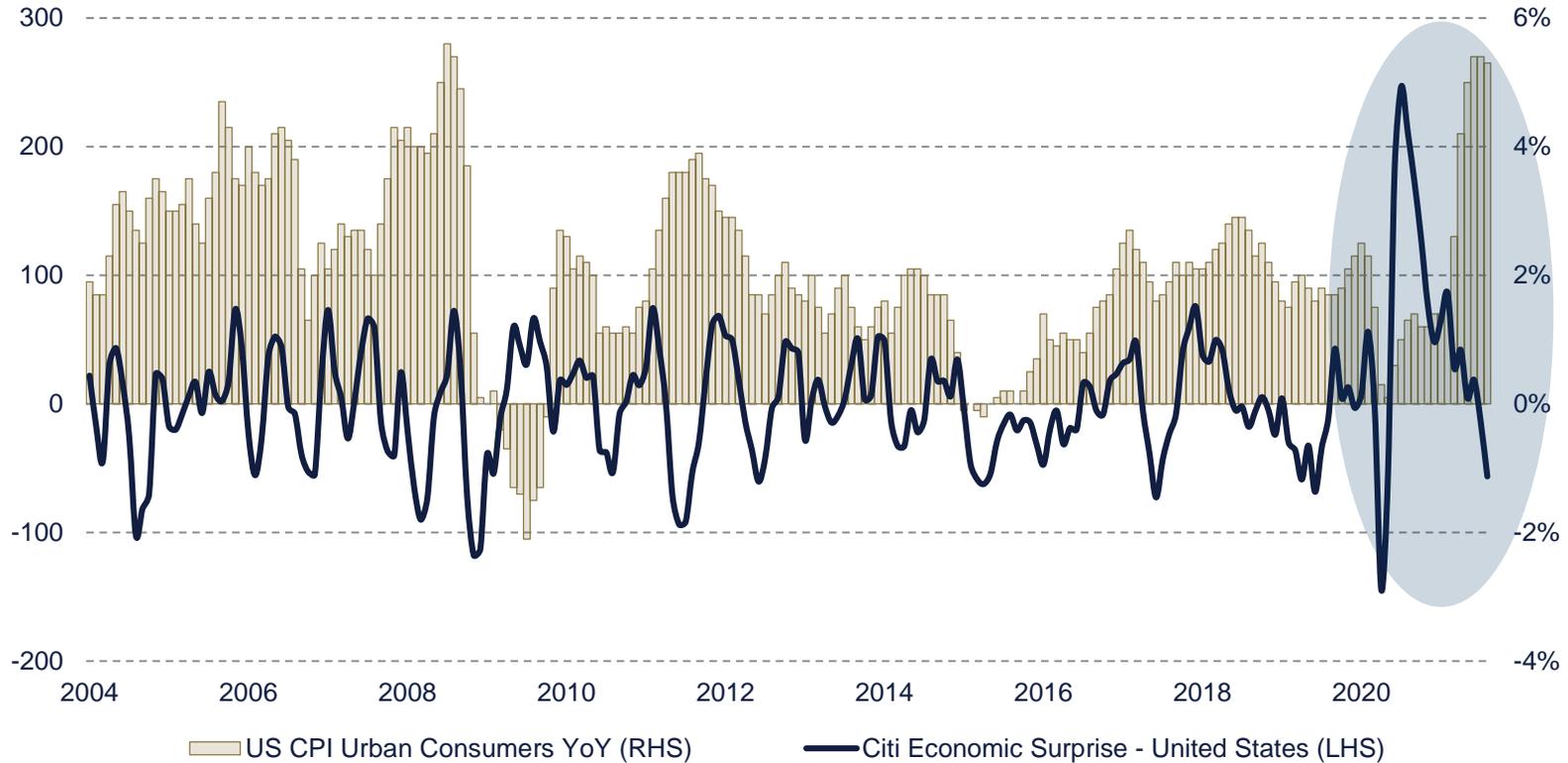
Septiembre 2021

Resumen de mercados – Septiembre 2021

- Todos los **indicadores macro continúan apuntando a que el crecimiento económico ha alcanzado su punto álgido**, aunque la propagación de la **variante Delta** durante el verano complica el análisis. Por otro lado, la **inflación sigue siendo alta, aunque pronto podría comenzar a disminuir** una vez que los efectos de base comiencen a desaparecer
- **Los cuellos de botella logísticos**, un cierto grado de **especulación en los mercados de materias primas**, y los **desajustes en la fuerza laboral** complican el panorama. Sin embargo, nuestro caso base sigue siendo que los aumentos de precios son principalmente una cuestión de **restricciones del lado de la oferta, y no de exceso de demanda agregada**
- El **reciente descenso en la confianza del consumidor** es el indicador más revelador de que **la economía no se está sobrecalentando**. Sin embargo, ésta debilidad probablemente no se traducirá en una recesión en el corto plazo, ya que el **apoyo fiscal** seguirá siendo enorme. Los únicos **riesgos macroeconómicos incipientes** en este momento provienen de **China**, así como de la **crisis energética que se está gestando en Europa**; acontecimientos ambos que los inversores deben seguir de cerca
- Los mercados de bonos están evaluando las posibles trayectorias que puedan seguir tanto la economía como la inflación, así como su potencial impacto en la función de reacción de la Fed. A pesar de la incertidumbre macroeconómica, en el largo plazo, **el mercado parece indicar que las tasas de interés se mantendrán bajas por muchos años**
- En este contexto, **las valoraciones de las acciones siguen siendo atractivas**, respaldadas además por un sólido **crecimiento de los beneficios empresariales**. Sin embargo, hay que evitar la complacencia, dado que las empresas pueden pronto enfrentarse a vientos en contra tales como una **subida de impuestos y un aumento de los costos laborales y de producción**. Seguimos viendo una **recuperación económica en forma de "K"**, con una creciente divergencia entre el desempeño de las empresas. Por lo tanto, ser selectivos seguirá siendo clave

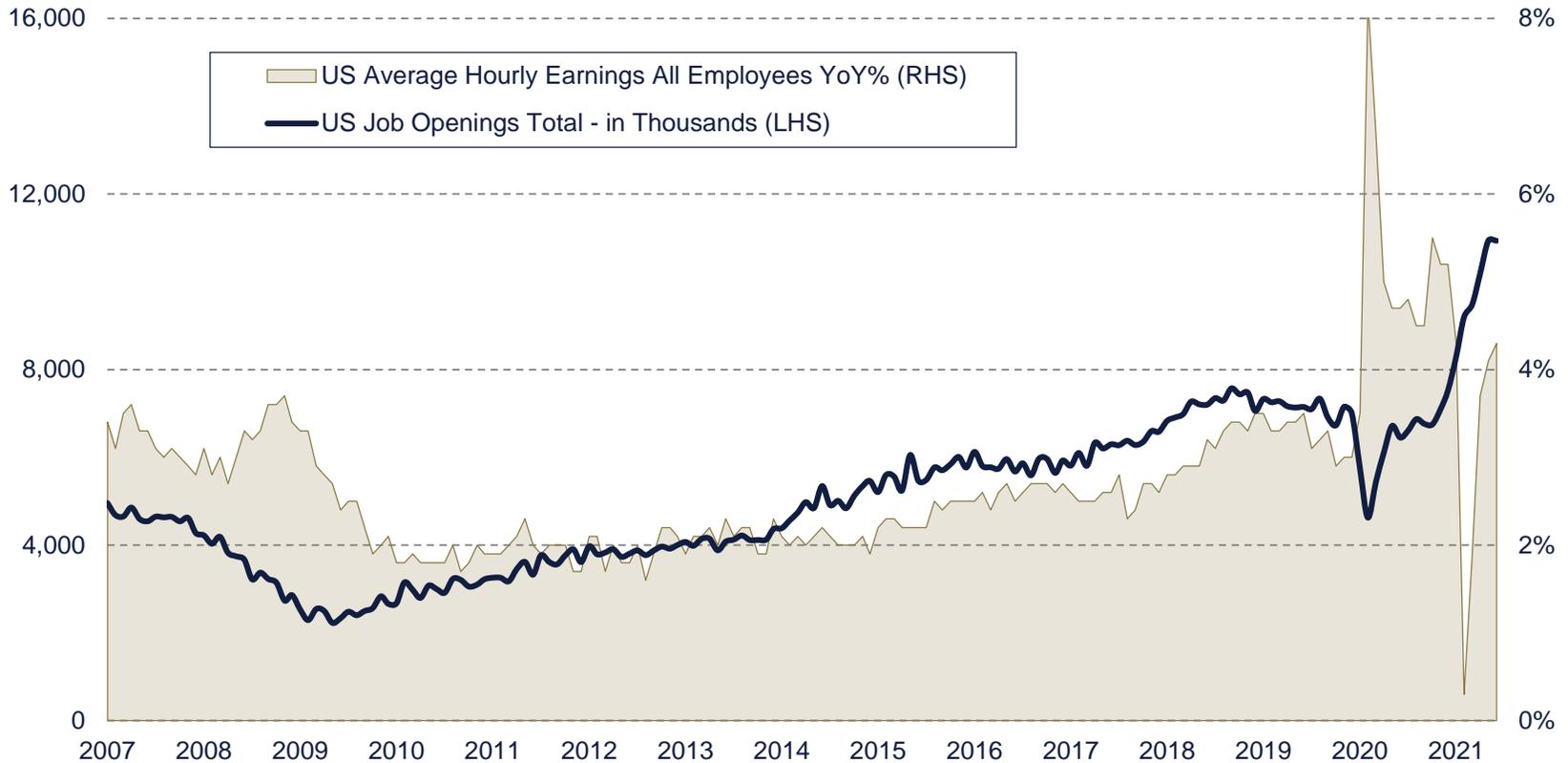
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US		Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado 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		Un dólar más débil debería ayudar a los mercados emergentes. Recomendamos asignar a los bonos del gobierno chino en Renminbis
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 últimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos, aportando cierta liquidez

Aumenta el riesgo de estanflación



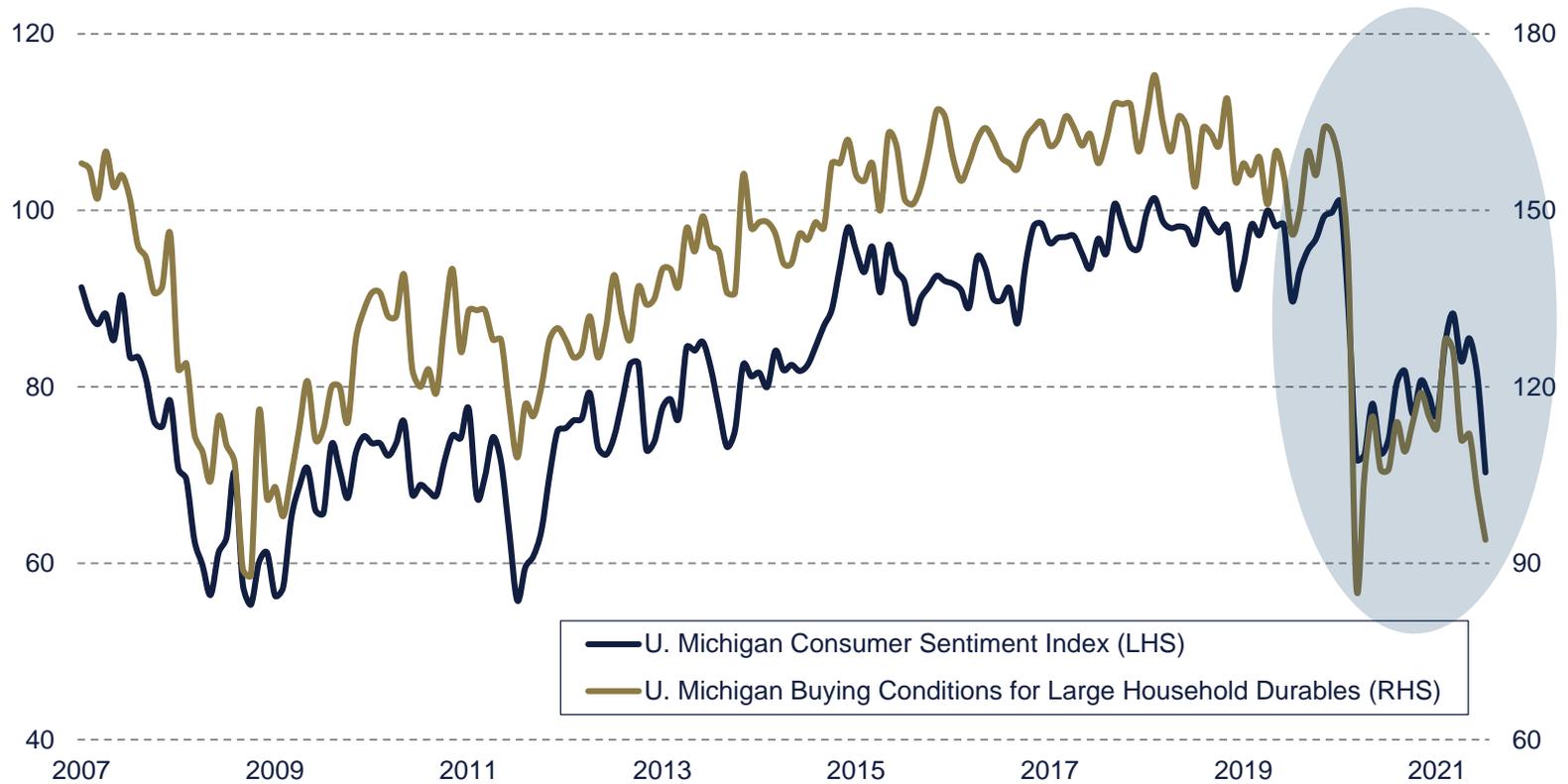
- La **inflación permanece elevada**, aunque parece haberse estancado a los niveles actuales, y pronto podría comenzar a disminuir a medida que **los efectos de base se disipan**
- Por otro lado, **no hay signos claros de un recalentamiento de la economía**. Por el contrario, observamos que el **crecimiento comienza a desacelerarse** desde el pico alcanzado a principios del verano

Escasez del lado de la oferta



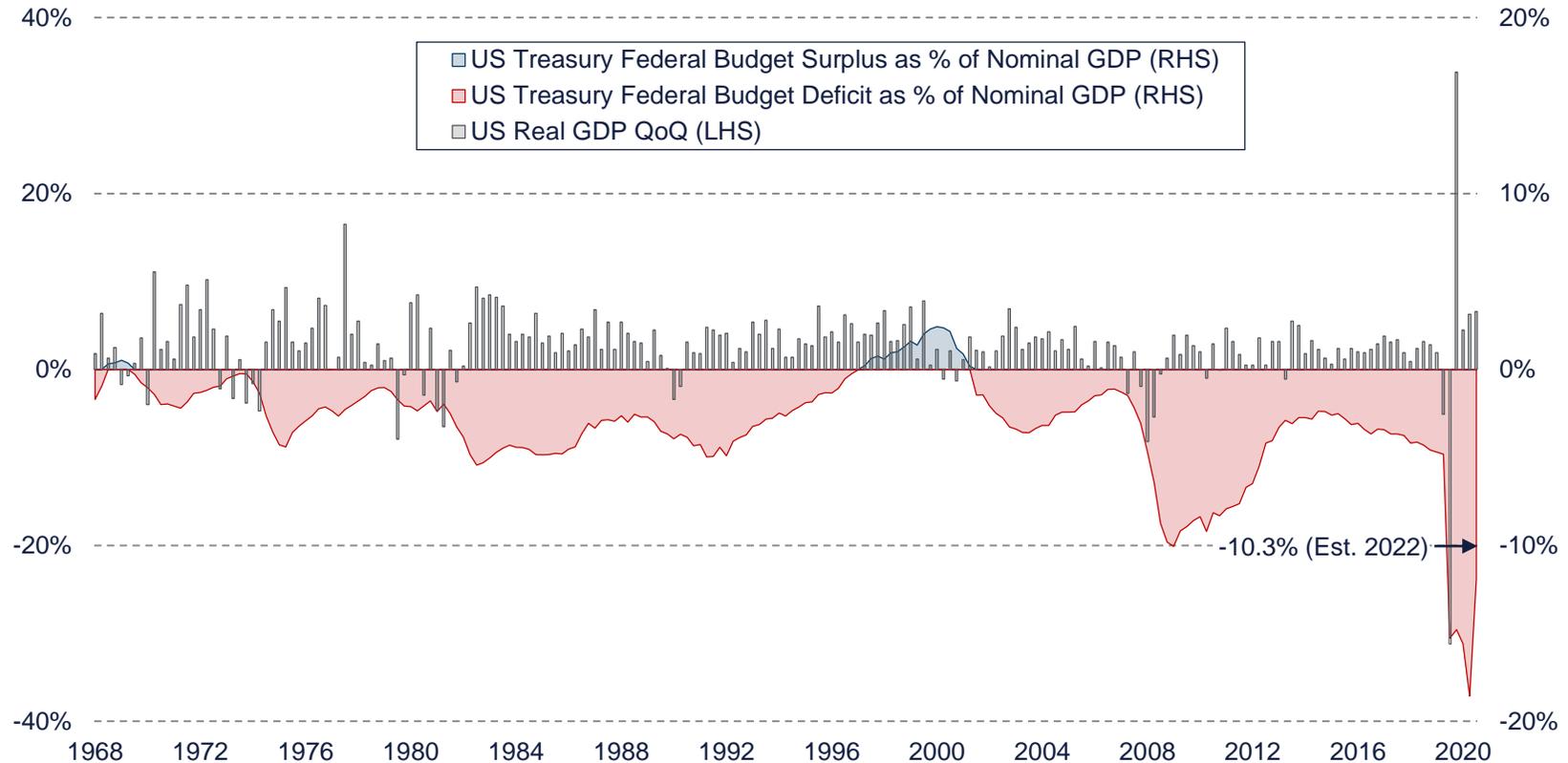
- **Los precios están aumentando principalmente debido a los cuellos de botella de la cadena de suministros**, a medida que la reapertura de la economía continúa, pero no debido a una escasez estructural
- **El mercado laboral parece ser la excepción**, pero aquí se trata fundamentalmente de un **desajuste de habilidades en la fuerza laboral**, y no de un aumento en el poder de negociación colectiva

Sin signos de exceso de demanda



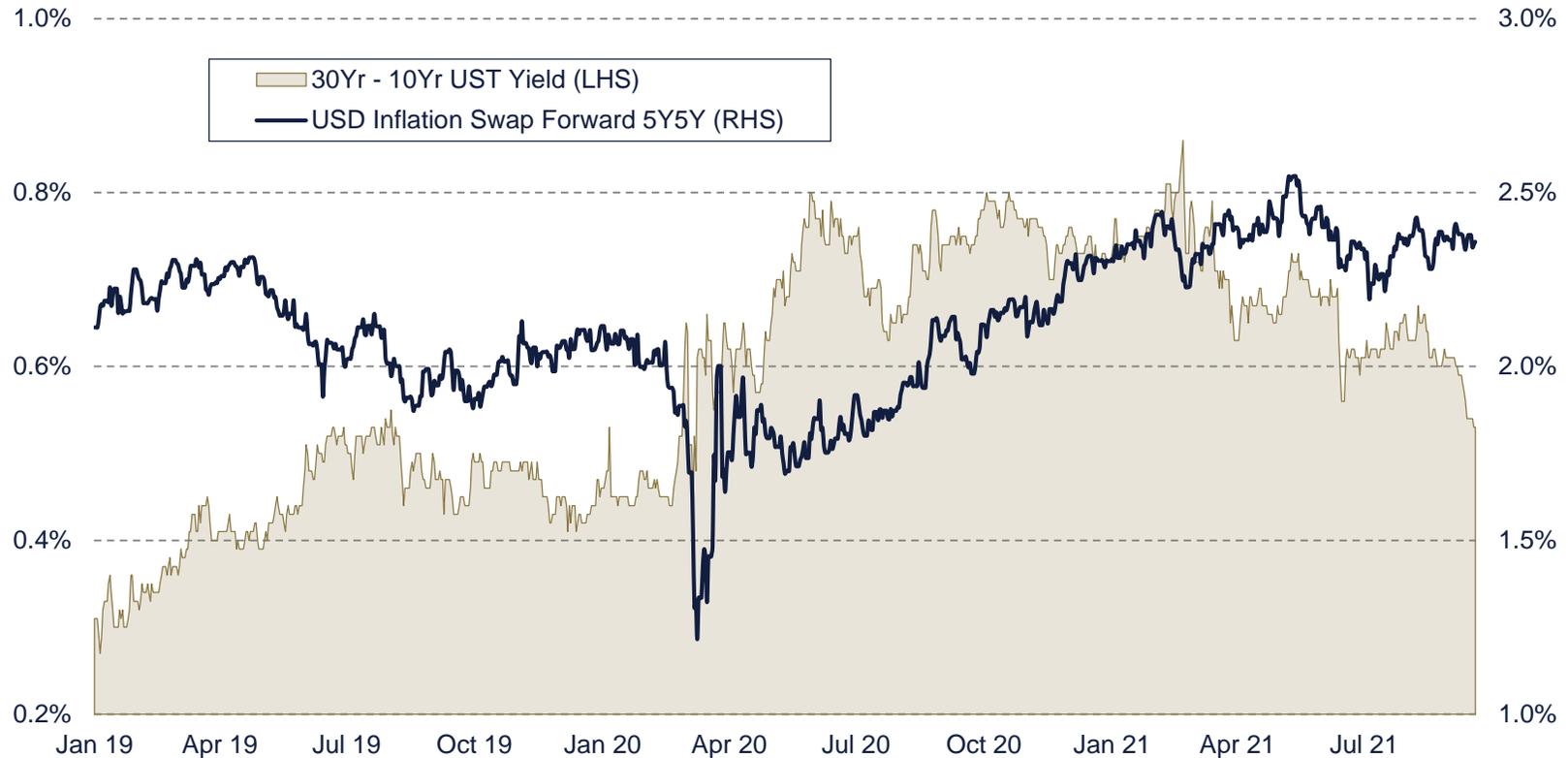
- Por otro lado, cada vez hay más pruebas de que los **consumidores siguen manteniéndose cautos, y de que no es la demanda la que está impulsando los precios**
- De hecho, el **aumento de los precios de los bienes duraderos y los bienes raíces está comenzando a afectar al consumo**

El masivo apoyo fiscal se mantiene



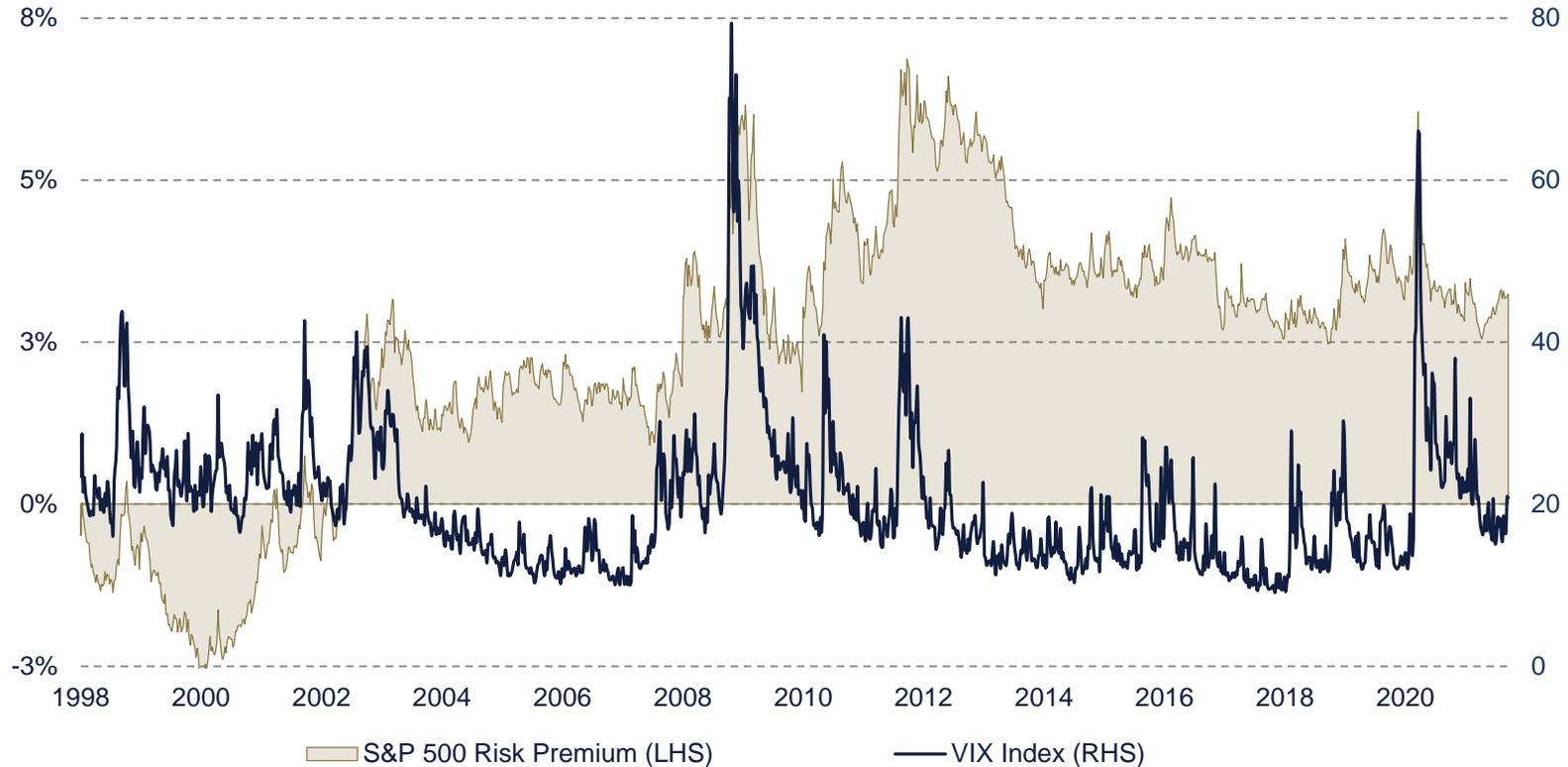
- Sin embargo, **el apoyo fiscal continúa sin tener precedentes**, y con este viento de cola y la pandemia cada vez más bajo control, es **muy poco probable que la economía entre en recesión en el corto plazo**
- Esta **forma tan poco ortodoxa de administrar las finanzas públicas** no está exenta de importantes riesgos, aunque éstos es probable que puedan llegar a manifestarse sólo en el mediano y largo plazo

Los mercados de bonos no creen en una inflación sostenida



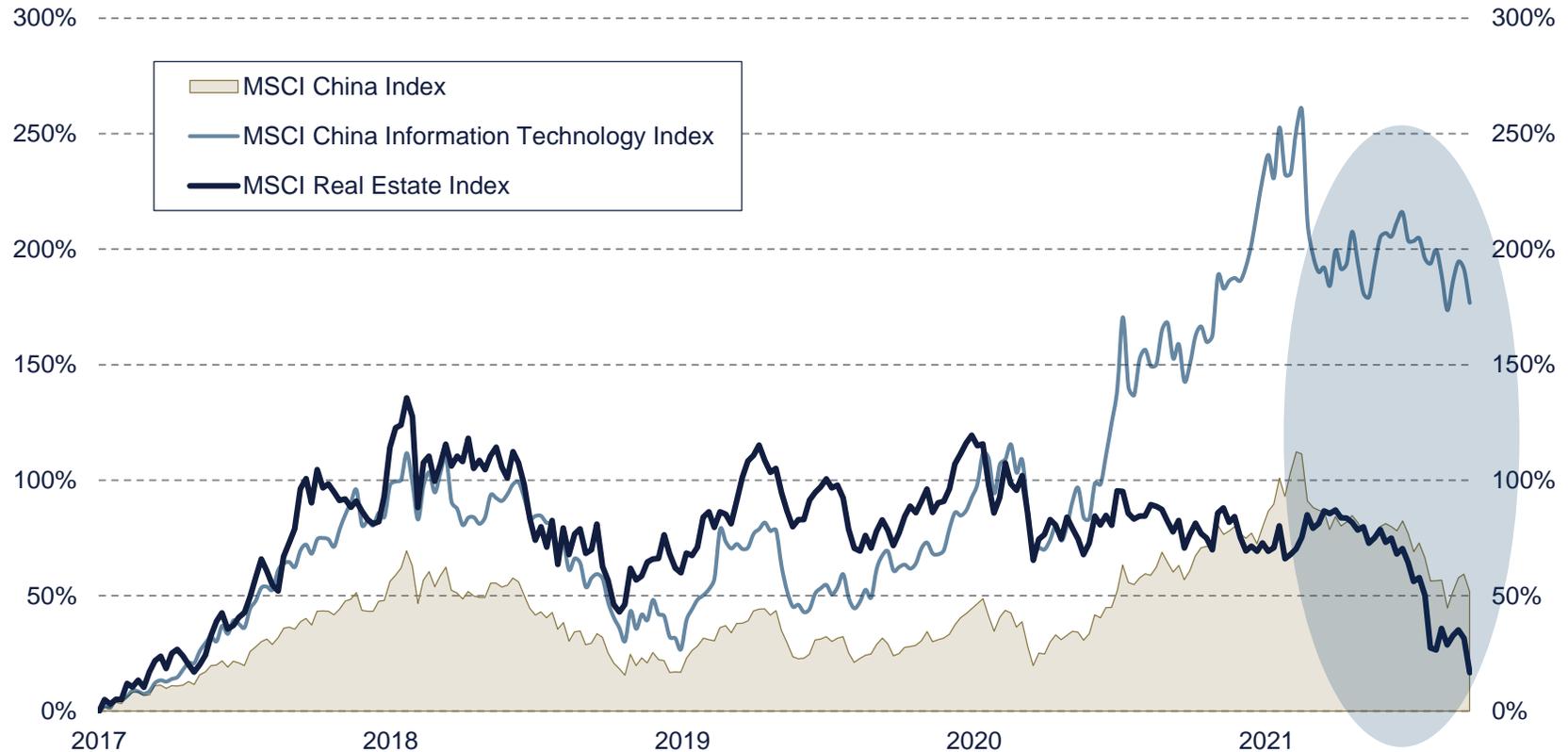
- A juzgar por el **aplanamiento en el extremo largo de la curva de tipos**, los mercados de bonos no están descontando que la inflación pueda convertirse en un problema a largo plazo
- Una lectura alternativa sería que los **tipos de interés reales continuarán presionados a la baja**, indicando que un **bajo crecimiento económico seguirá siendo la norma**

Aunque parezca mentira, la renta variable permanece atractiva



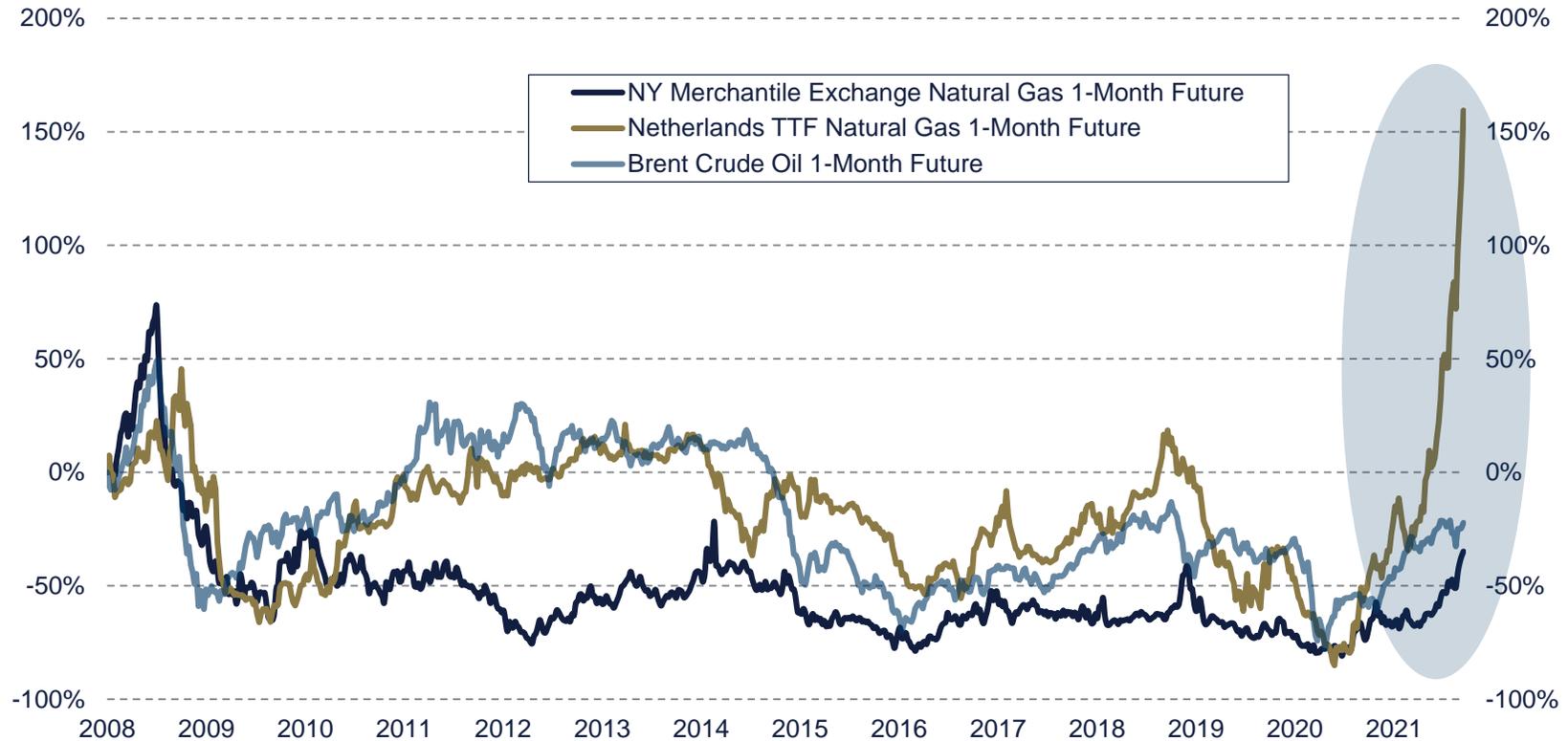
- Si miramos la evolución de los precios de las acciones en relación con los beneficios empresariales y el entorno de tipos de interés, **la renta variable continúa siendo atractiva**. Sin embargo, la discriminación seguirá siendo clave en el futuro
- Este **"colchón" de valoración** es muy importante, ya que **el mercado sigue siendo complaciente, particularmente en los mercados crediticios**

China como motor del crecimiento; y fuente de problemas



- Los recientes acontecimientos en China requieren mucha atención. El modo autoritario y precipitado con el que se han introducido distintas **regulaciones**, ha **dañado severamente el atractivo de inversión del país en los años venideros**
- Además, algunas de estas medidas amenazan con descarrilar el **mercado inmobiliario local**; algo que puede tener **repercusiones en el sector bancario y la economía en general**

Crisis energética local con repercusiones globales



- **Europa se está viendo envuelta en una crisis eléctrica en toda regla**, debido al repentino aumento de los precios del **gas natural** y, en menor medida, al aumento de los **precios de los derechos de emisión de CO2**
- Si esta situación de escasez se prolongara, es posible que veamos una **desaceleración de la economía europea**, o que los gobiernos tengan que redoblar los apoyos fiscales. Esto puede ser un **catalizador a corto plazo a favor del dólar**

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	30%	55%	15%

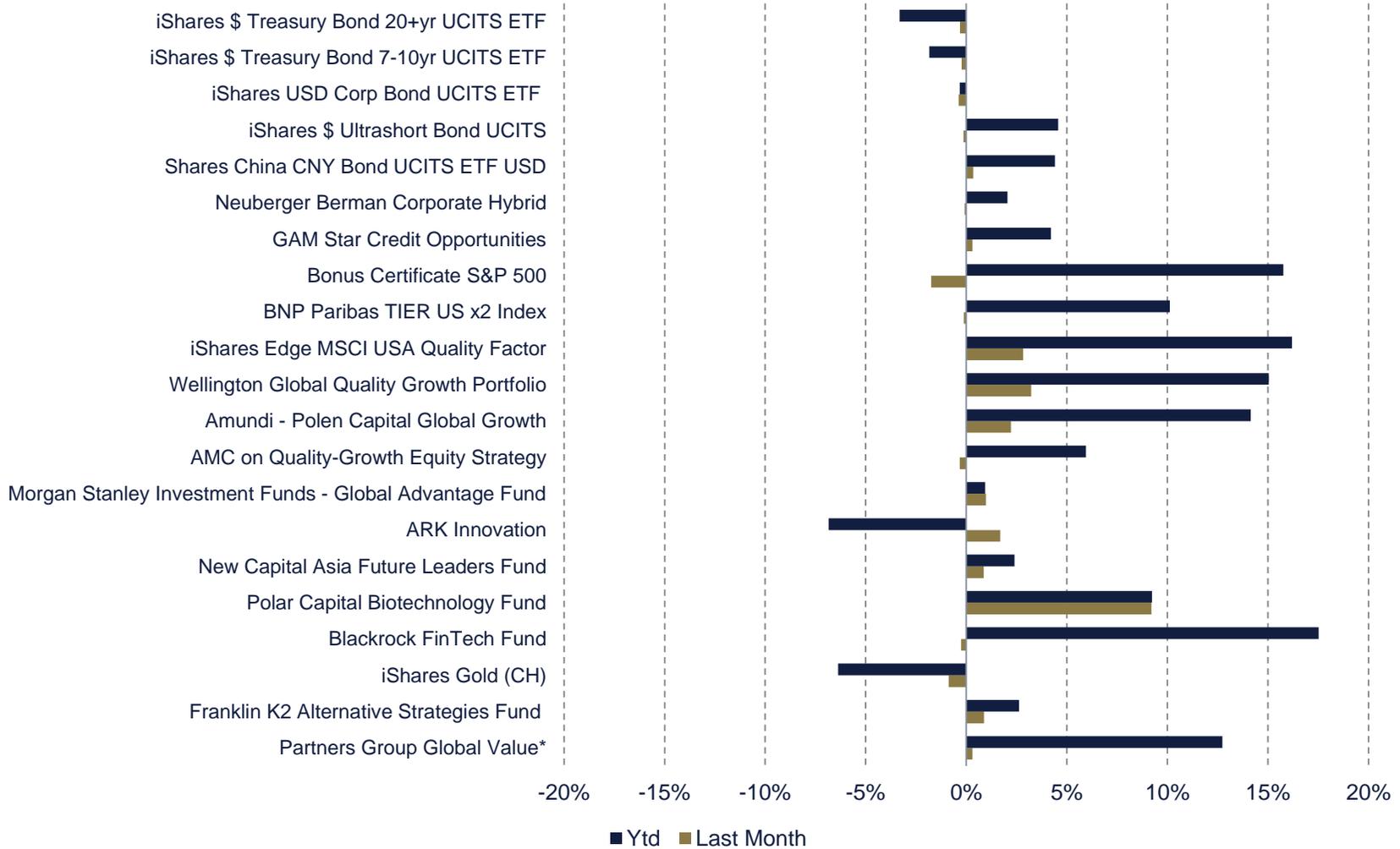
Catalizadores a corto plazo

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.),

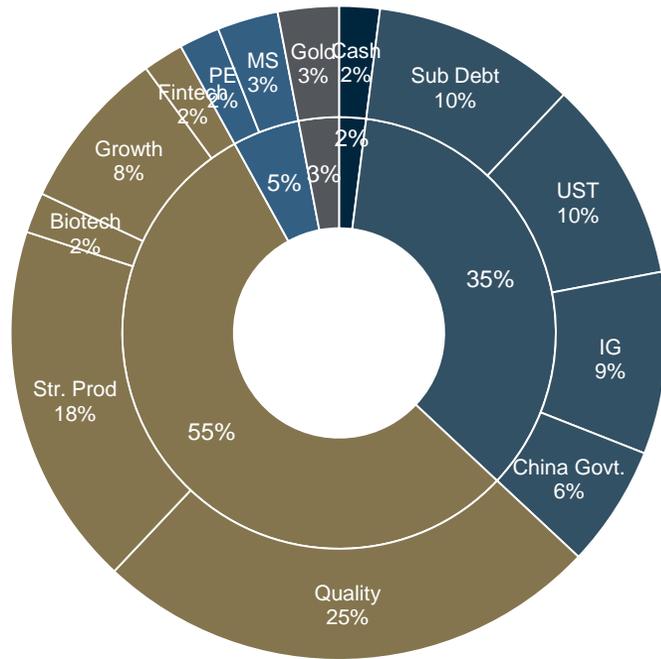
Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 21 de septiembre de 2021
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

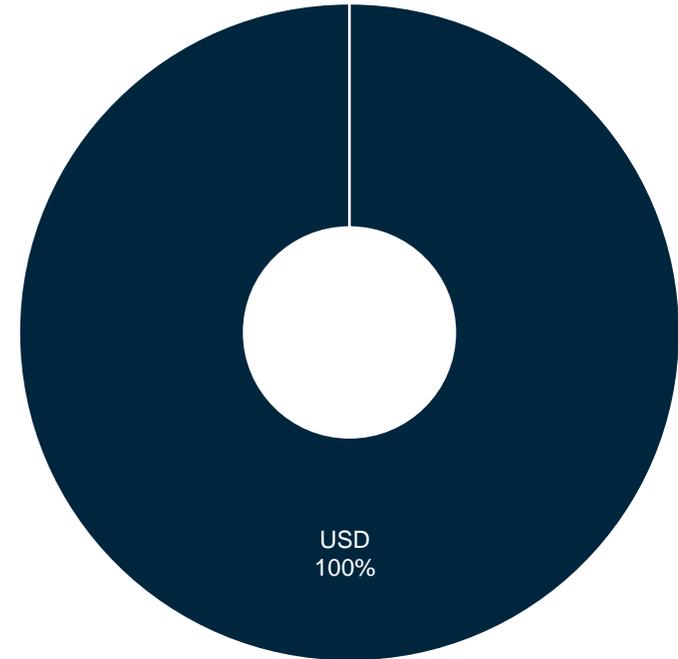
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



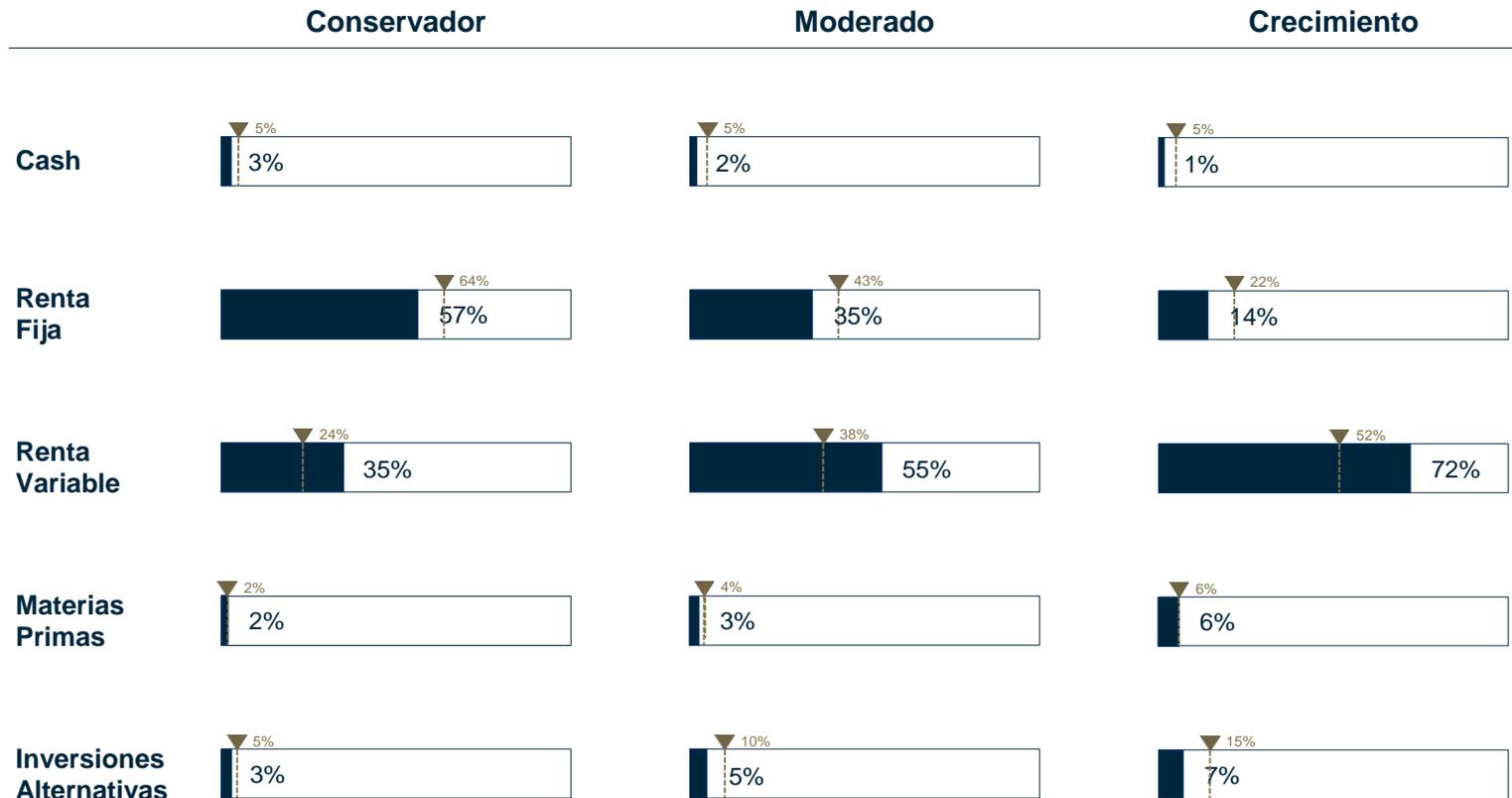
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



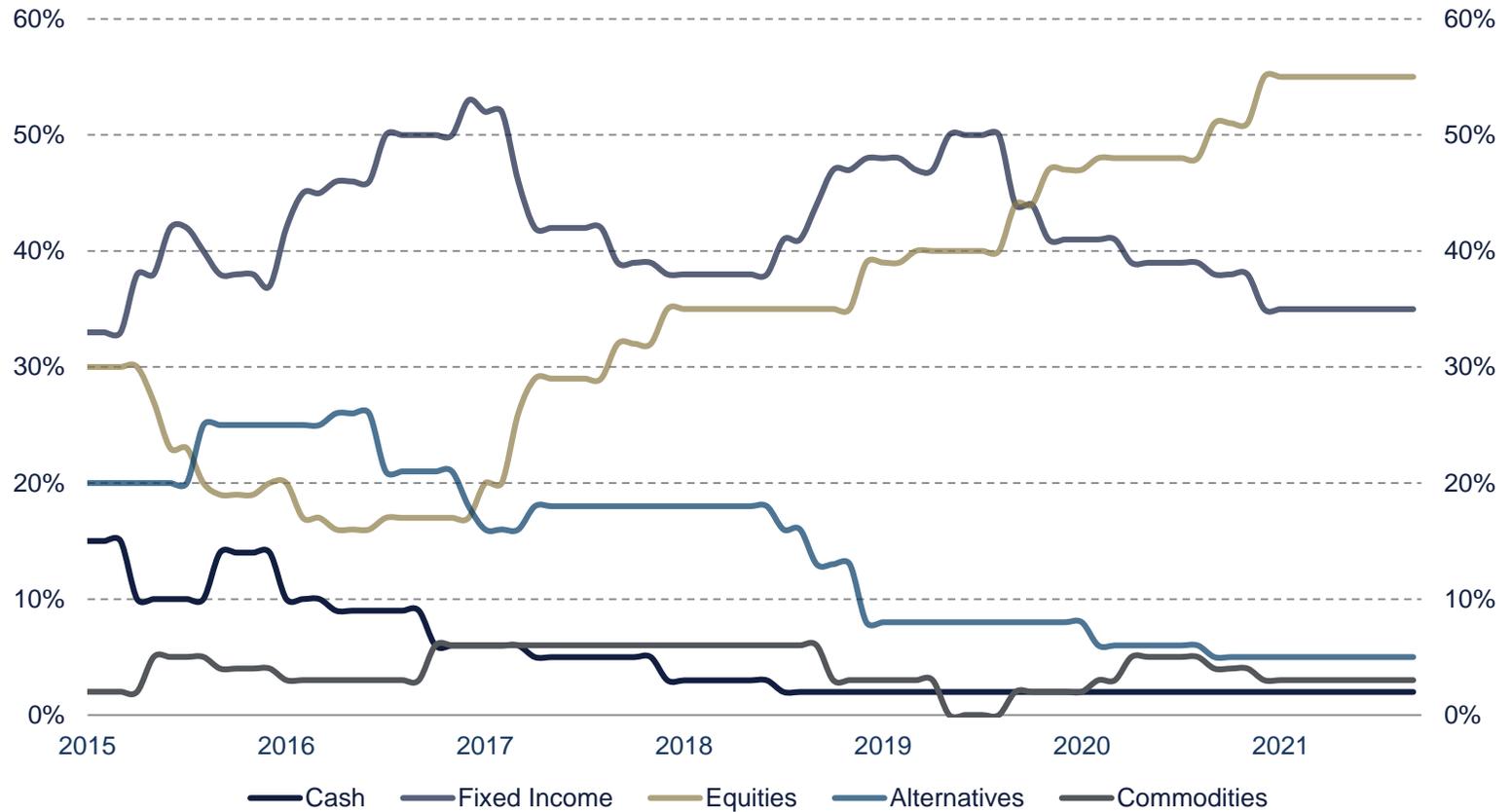
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

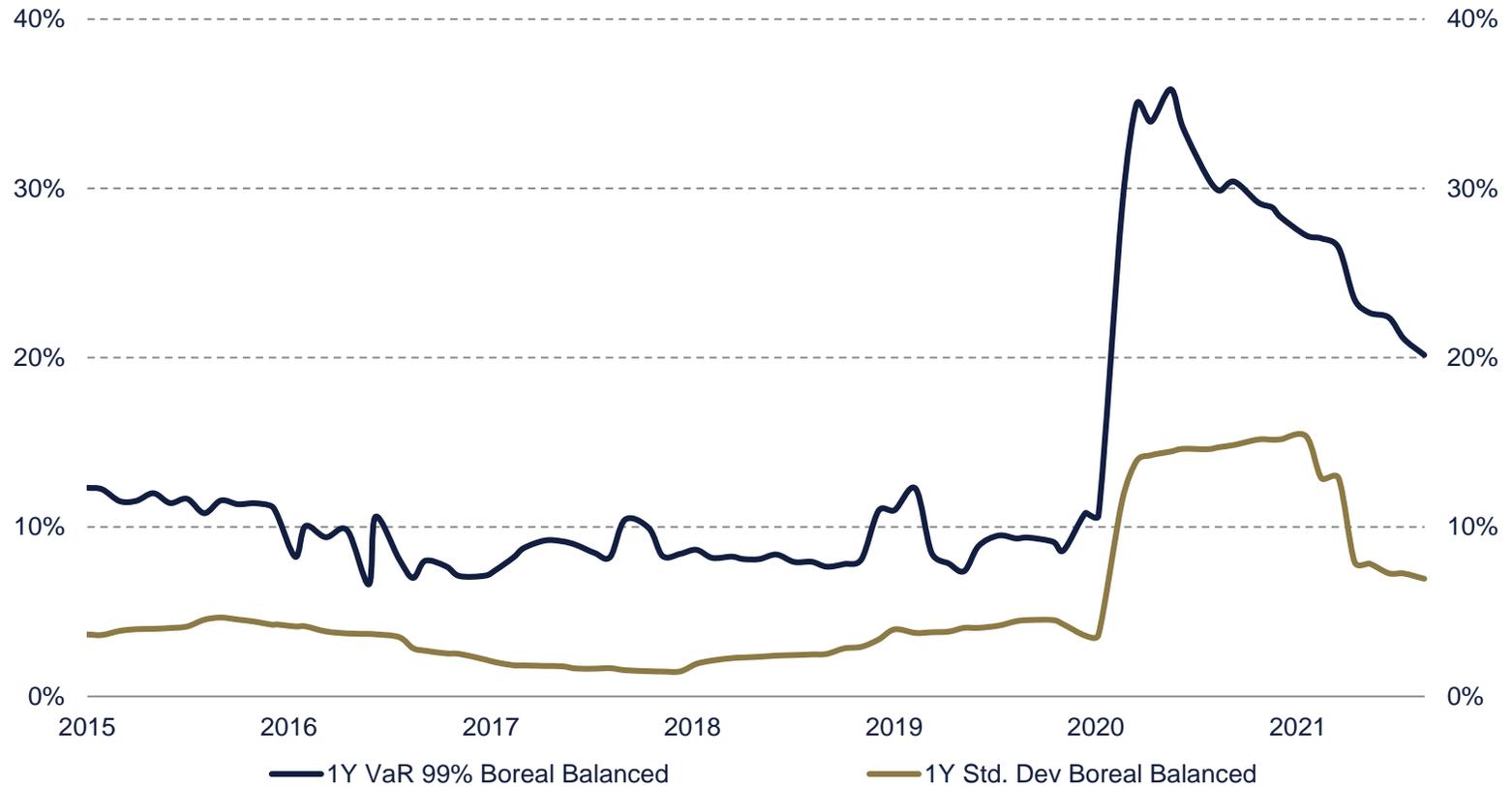


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

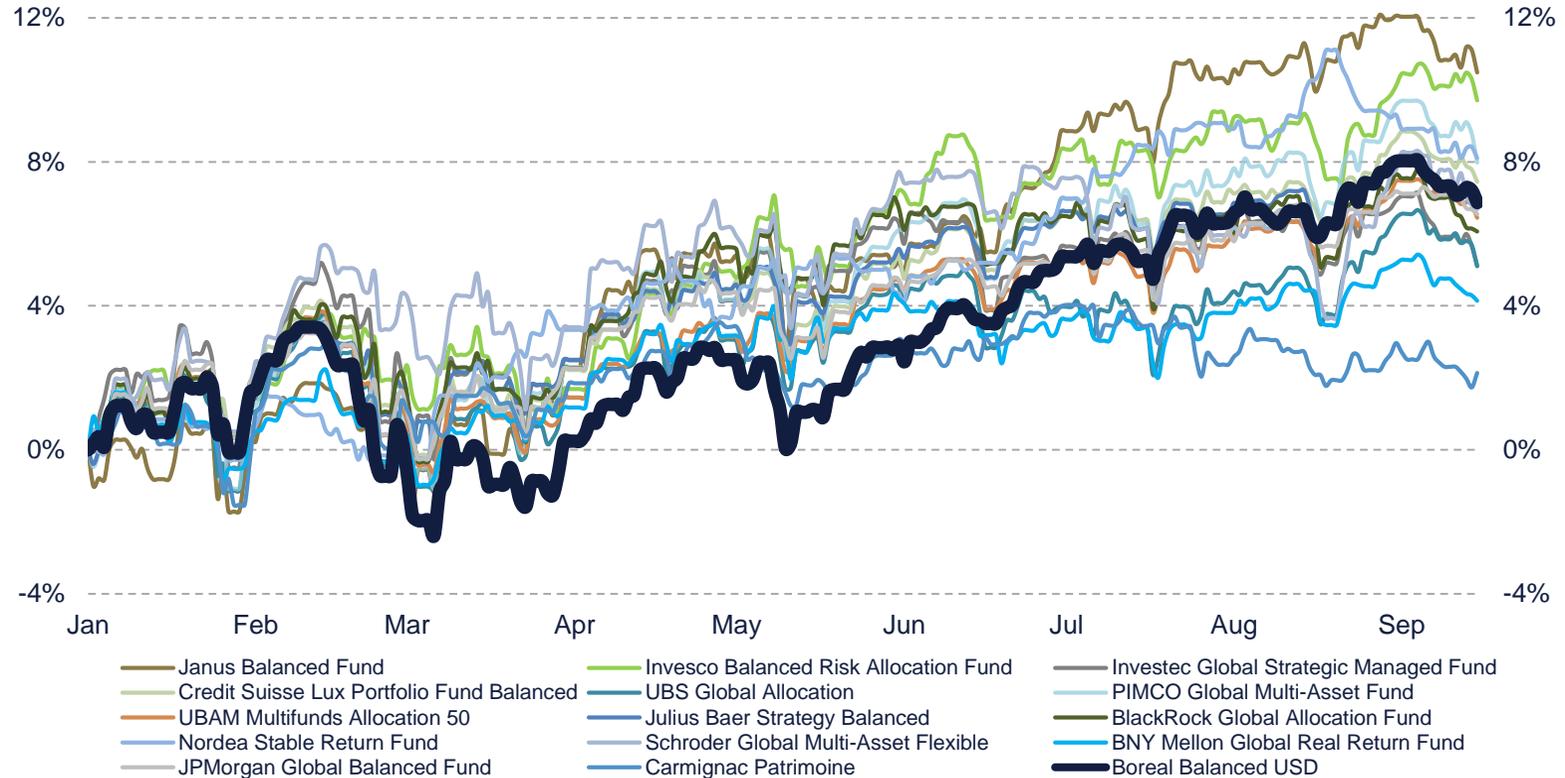


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 17 de septiembre de 2021
Fuente: Bloomberg

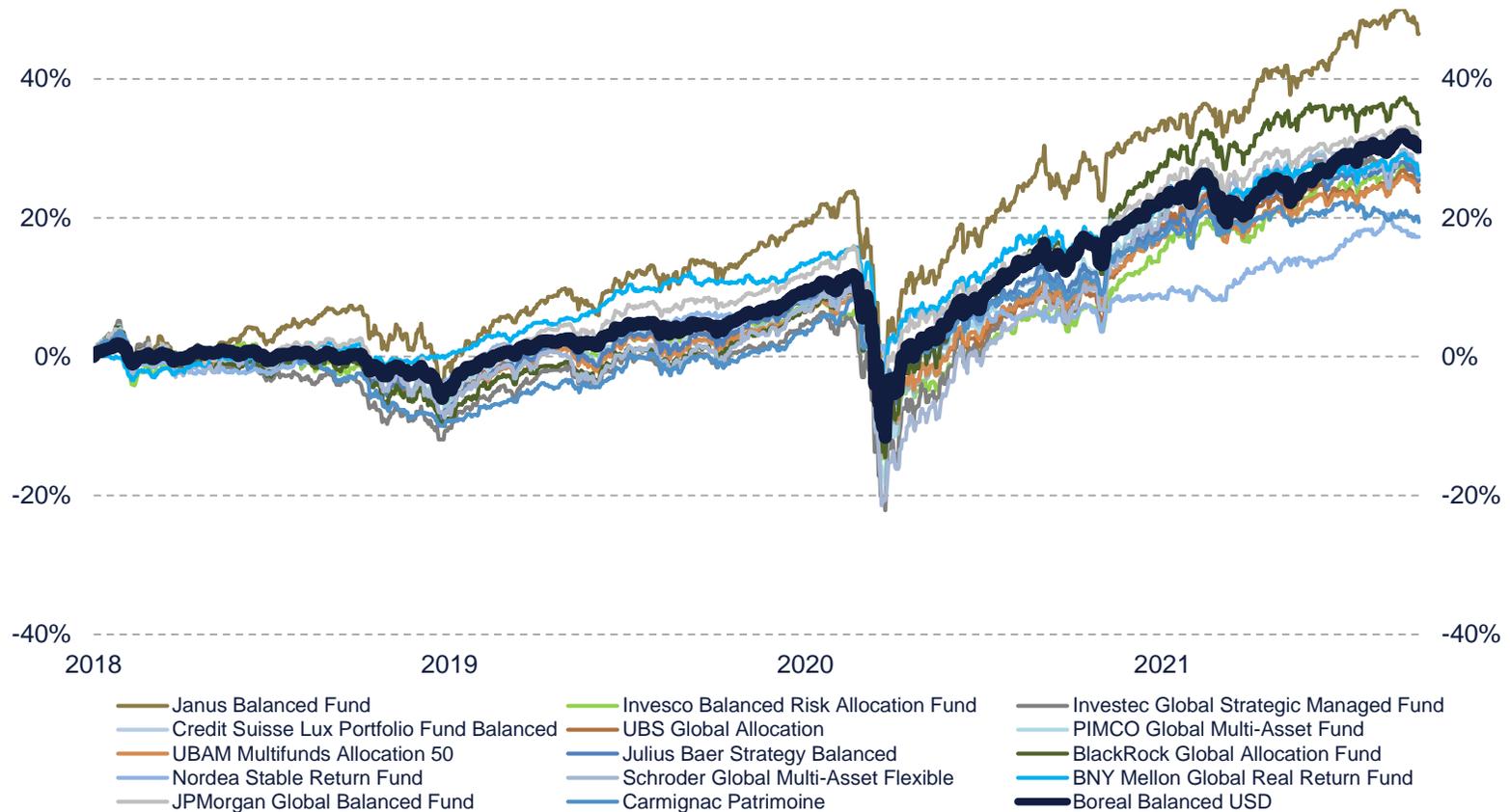
Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (en el año)



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **6° de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **4° de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **3° de 15**
- **Sharpe Ratio** (1 año¹): **1° de 15**

¹ A 17 de septiembre de 2021
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (2)



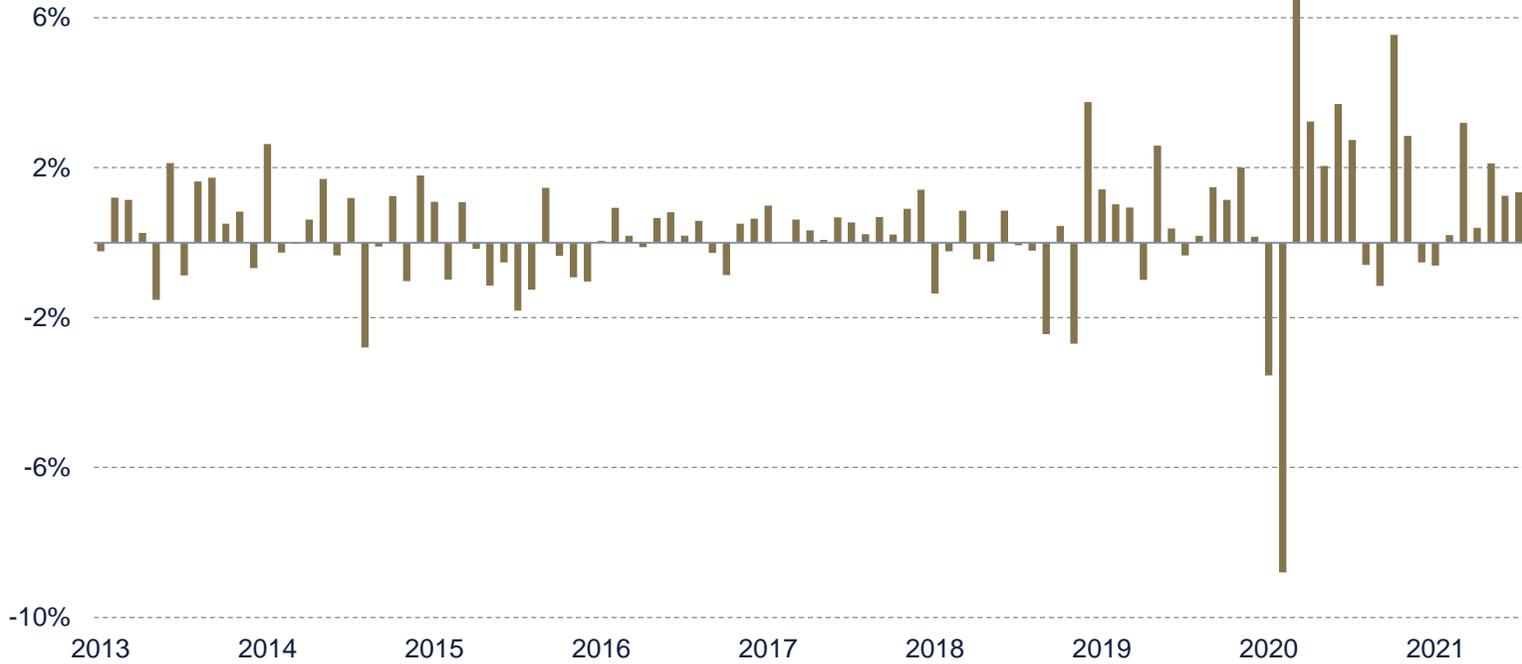
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **6.70%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **6.78%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **4.90%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **1.44**

¹ A 17 de septiembre de 2021

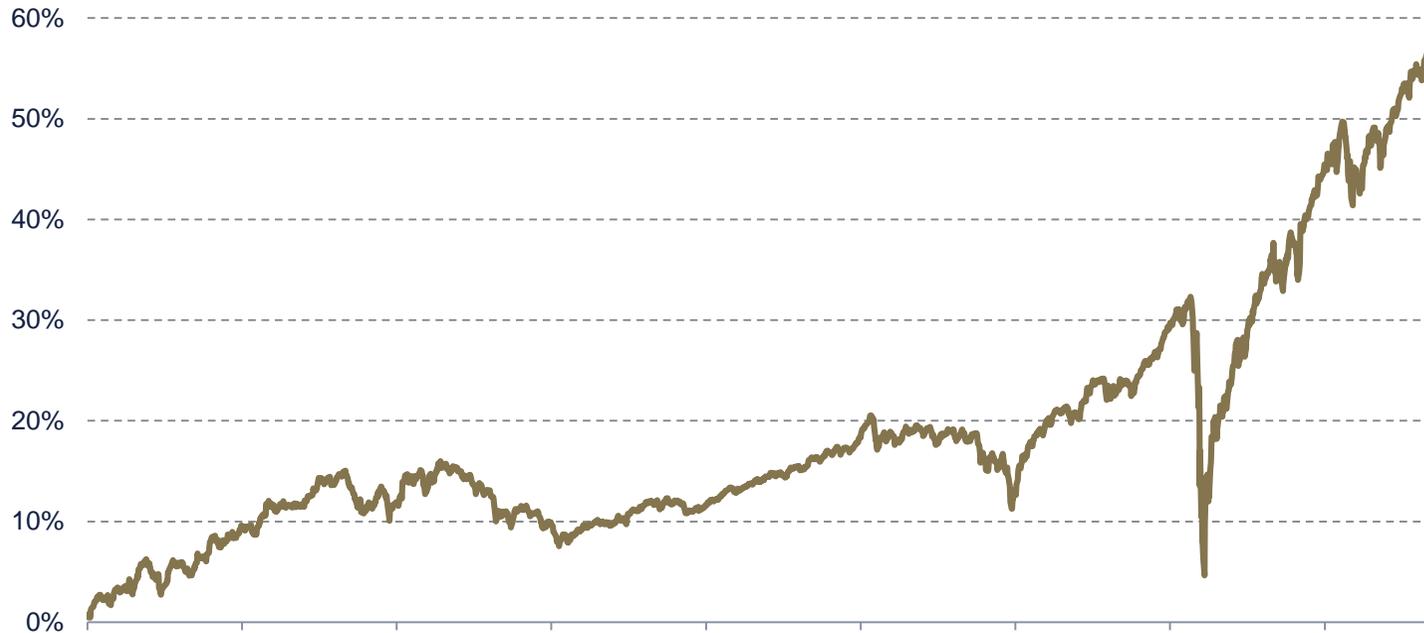
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 14.79%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 31.54%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2013¹): 55.21%**

¹ A 17 de septiembre 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%	6.70%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.18%	6.78%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.48	0.62	3.57	-1.70	3.49	0.87	1.44

Annualized Return: 5.17%
 Annualized Std. Dev: 6.25%

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.