



# Política de inversión

Noviembre 2021

## Resumen de mercados – Noviembre 2021

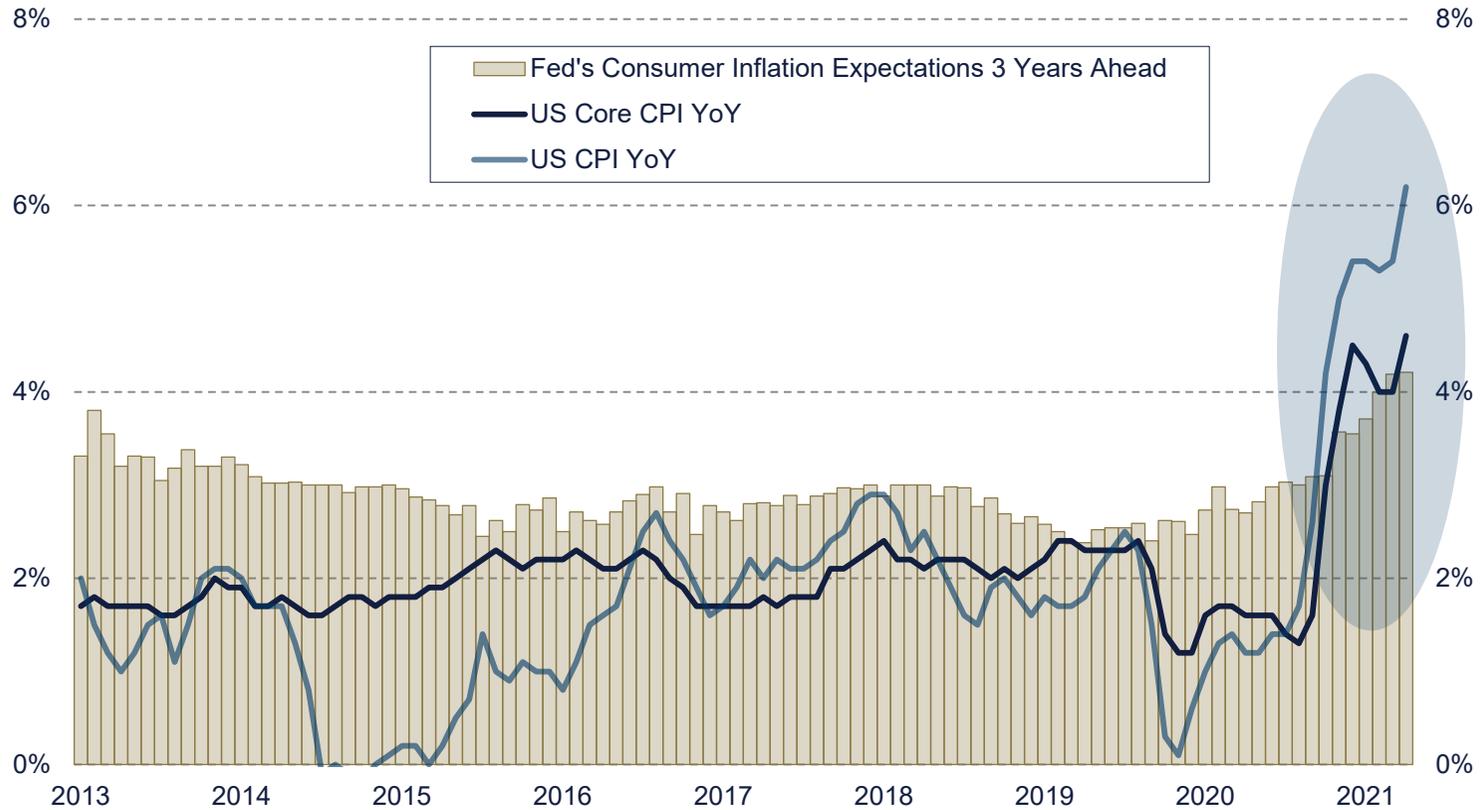
---

- **La escasez de mano de obra y los cuellos de botella en la cadena de suministros continúan empujando la inflación** al alza. Los aumentos en los precios afectan principalmente a los productos manufacturados, y no tanto al sector servicios. No obstante, estamos comenzando a ver **alzas en los salarios**, y con ello las expectativas de inflación corren el riesgo de dejar de estar ancladas
- **Las encuestas de confianza del consumidor nos dicen muy claramente que los precios están aumentando debido a una oferta insuficiente, y no por un exceso de demanda.** Esta vez no se trata de una economía sobrecalentada que funciona con un apalancamiento excesivo, sino de que la economía global se está teniendo que recuperar de un parón de la actividad sin precedentes
- **Cuanto más duren estos desequilibrios, mayor es el riesgo de que puedan acabar desestabilizando la economía.** En primer lugar, porque la subida de los precios puede comenzar a **hacer mella en el consumo**, especialmente en bienes duraderos. En segundo lugar, existe el riesgo de que, para hacer frente a las carencias de suministros, **las empresas comiencen a acumular existencias**; lo que puede ser un lastre para la economía más adelante
- A los anteriores riesgos hay que añadir el que **la Fed**, a pesar de ser consciente de que las causas de la inflación provienen del lado de la oferta, **pueda verse obligada a subir los tipos de interés si las expectativas de inflación se salen fuera de control.** Calibrar qué curso de acción seguir es tremendamente difícil, ya que **existe el riesgo de endurecer la política monetaria demasiado pronto, pero también de tener que endurecerla de forma agresiva más adelante**
- A pesar de haber presenciado la recuperación económica más fuerte y más rápida nunca antes registrada, **puede que el ciclo económico actual no sea tan duradero como los precedentes.** Con los altísimos niveles de estímulo fiscal y monetario, los inversores pueden estar seguros de que una recesión no es inminente. Sin embargo, hay que tener presente que los mercados financieros descuentan siempre el futuro, y **el momento de comenzar a reducir riesgos en las carteras puede que se vaya acercando.** Mientras tanto, permanecer altamente selectivos y **concentrados en activos de calidad** nos parece el curso de acción más razonable

# Política de inversión

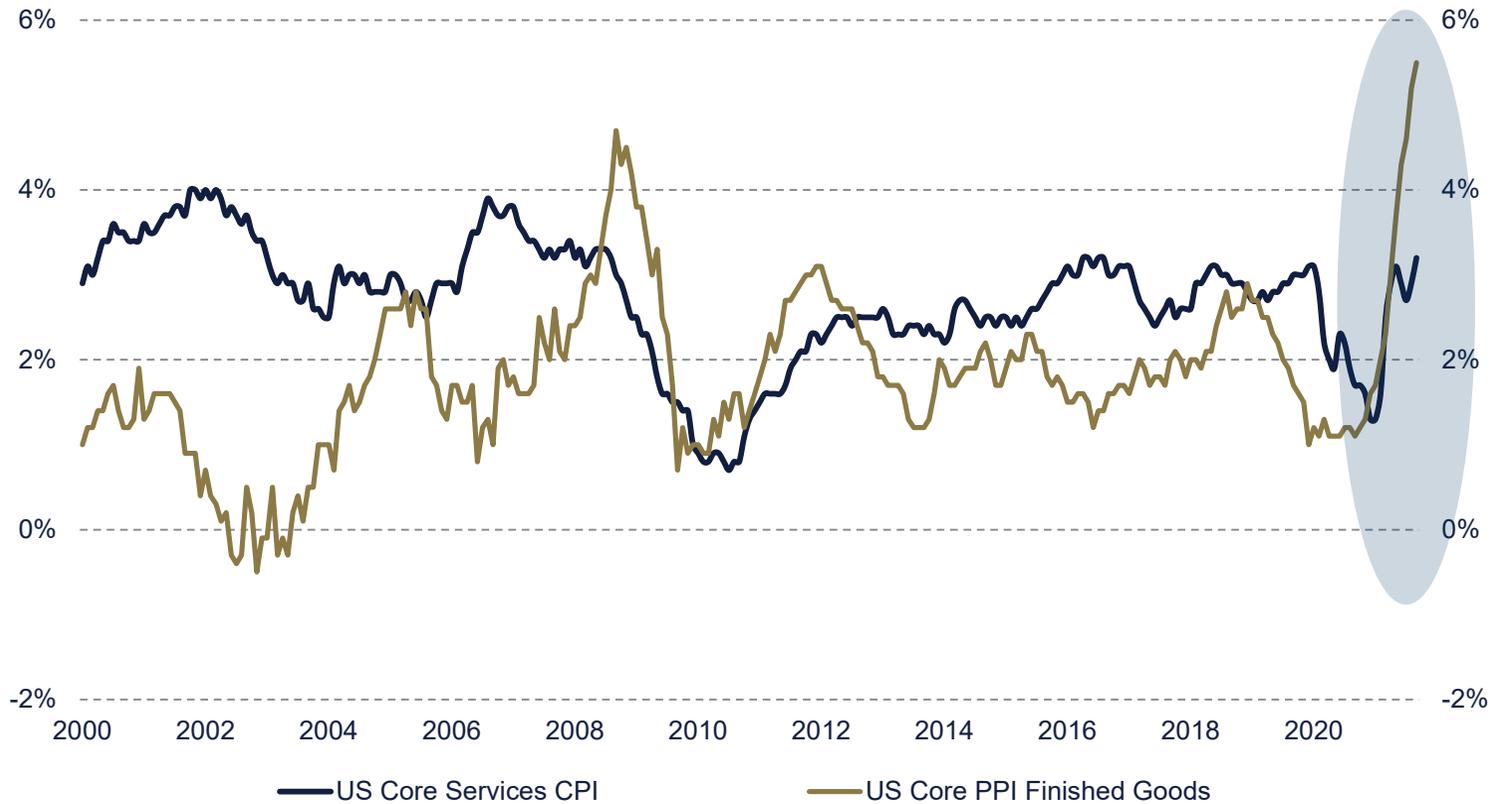
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
<b>Renta Fija</b>	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado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

# La inflación sigue sin dar tregua



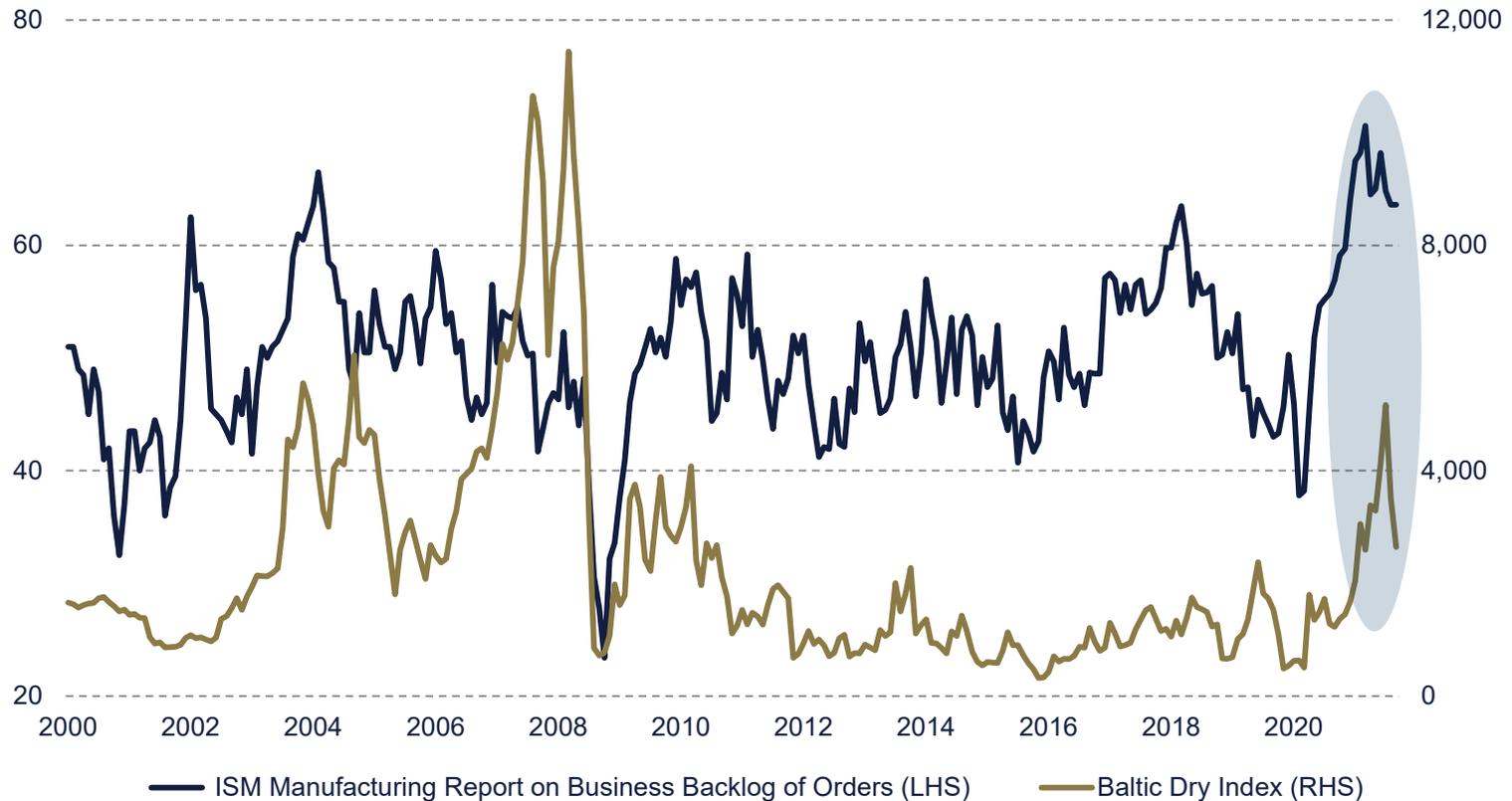
- **Los precios al consumidor siguen subiendo**, y superando los pronósticos. No solo está aumentando la inflación, sino que el número de bienes y servicios afectados se está ampliando
- Lo más preocupante es que **las expectativas de inflación parecen estarse afianzando**, aumentando con ello el riesgo de que experimentemos una inflación sostenida en el tiempo

# ¿Es ahora el turno de la economía real?



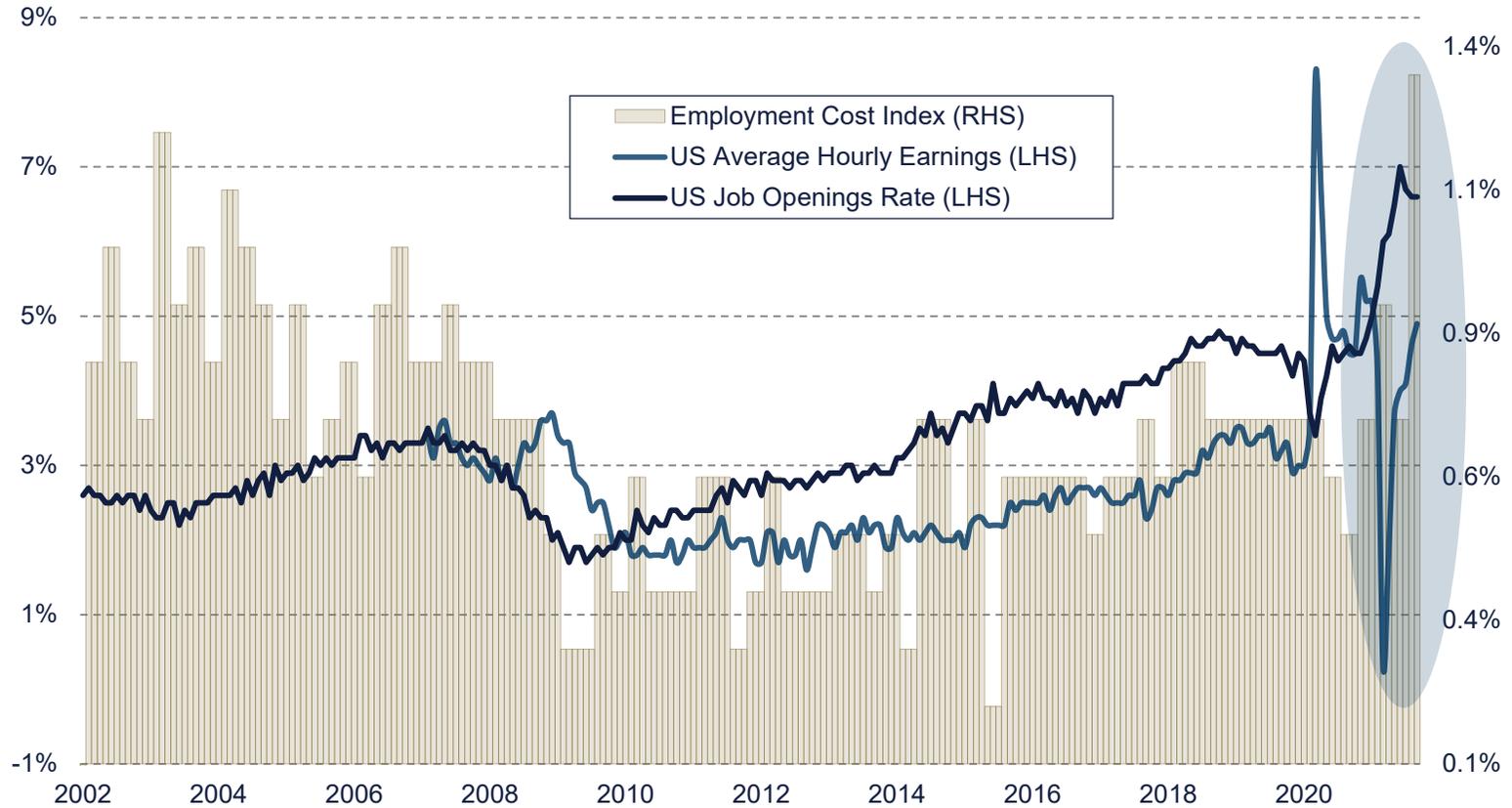
- **La inflación sigue estando en gran parte circunscrita a las manufacturas** y, hasta ahora, no ha afectado significativamente al sector de servicios
- Esta es una clara indicación de que **la inflación está directamente relacionada con los cuellos de botella logísticos**, y no con un aumento en la demanda causado por los ahorros acumulados durante la pandemia

## ¿Se ha alcanzado el pico?



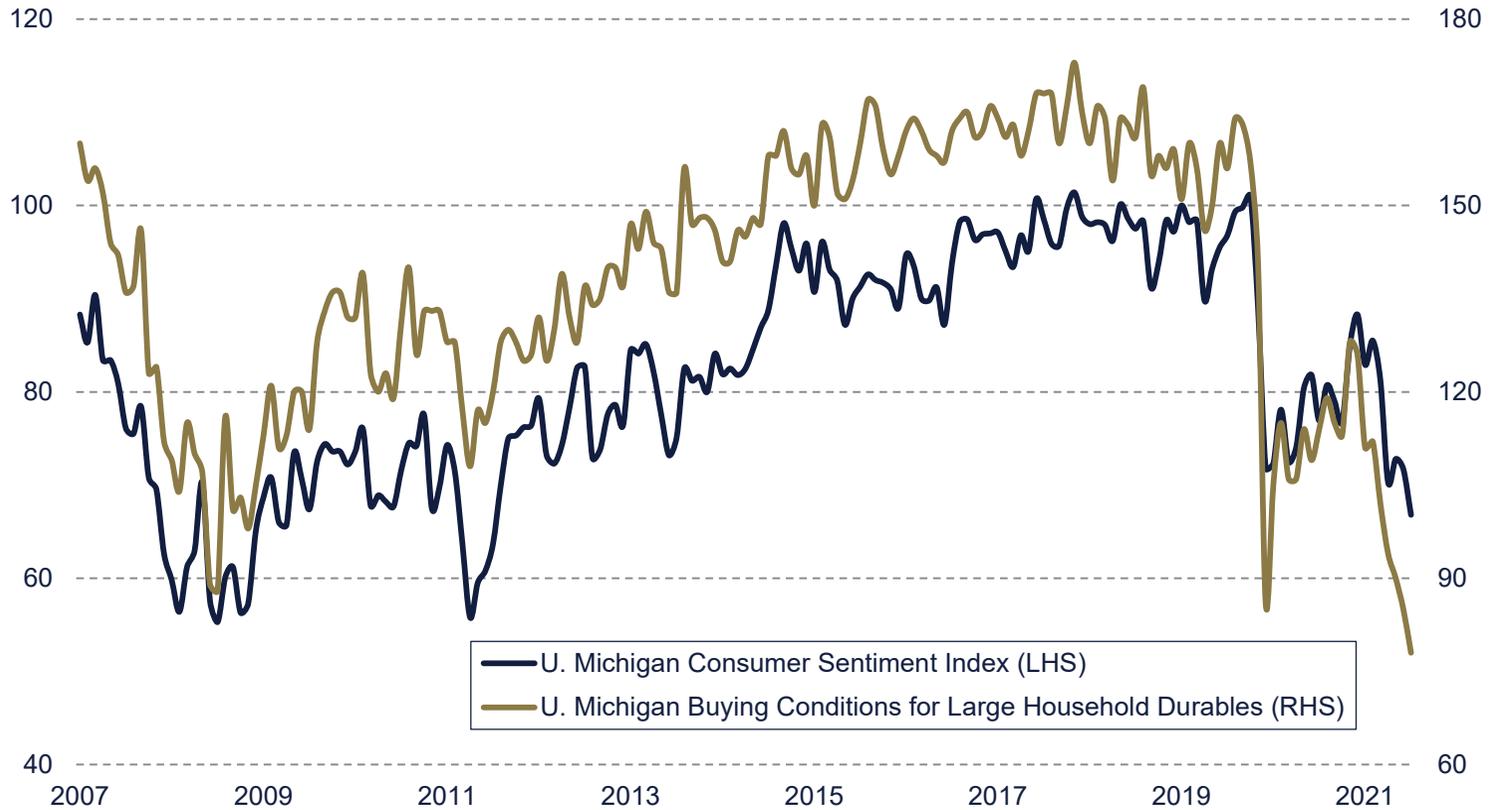
- Aunque los plazos temporales para aumentar capacidad en algunas industrias pueden ser sustanciales, **la escasez del lado de la oferta debería ser solucionada por el propio mercado**
- Es posible que estemos **comenzando a presenciar el punto de inflexión** en el estrés experimentado en la cadena global de suministros

# La escasez de mano de obra sin embargo continúa



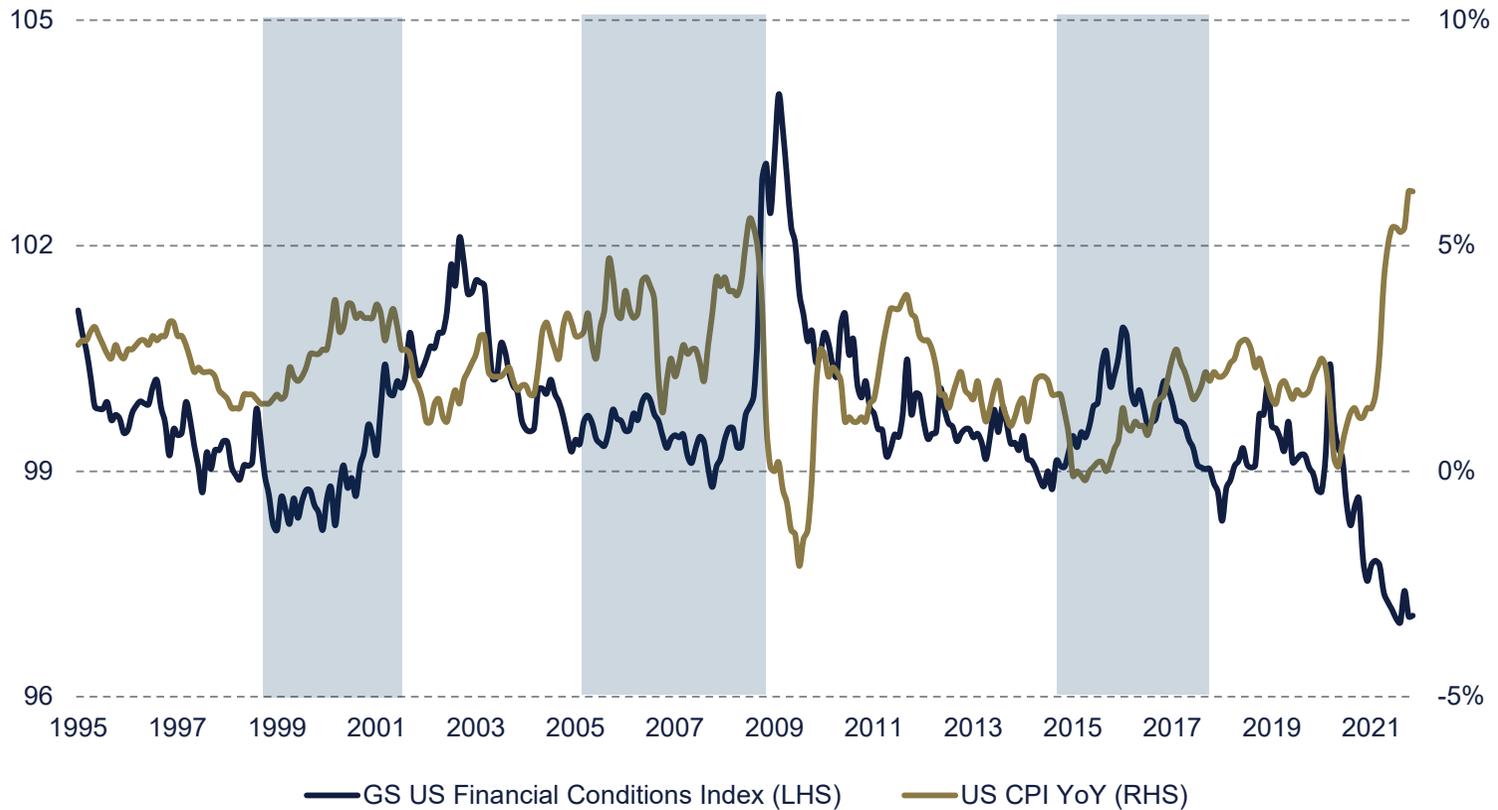
• La escasez de empleo no está remitiendo, y a medida que la economía avanza hacia el pleno empleo, el impacto en los salarios comienza a mostrarse claramente

# La inflación comienza a afectar al consumo



- Los precios no pueden seguir subiendo a menos que haya una gran demanda marginal o una oferta monetaria descontrolada
- Los aumentos salariales han sido hasta ahora mucho más modestos que el ritmo al que han subido los precios de algunos bienes de consumo, y es posible que pronto **empiecen a restringir al consumo**

# ¿Por cuanto tiempo puede la Fed permanecer paciente?



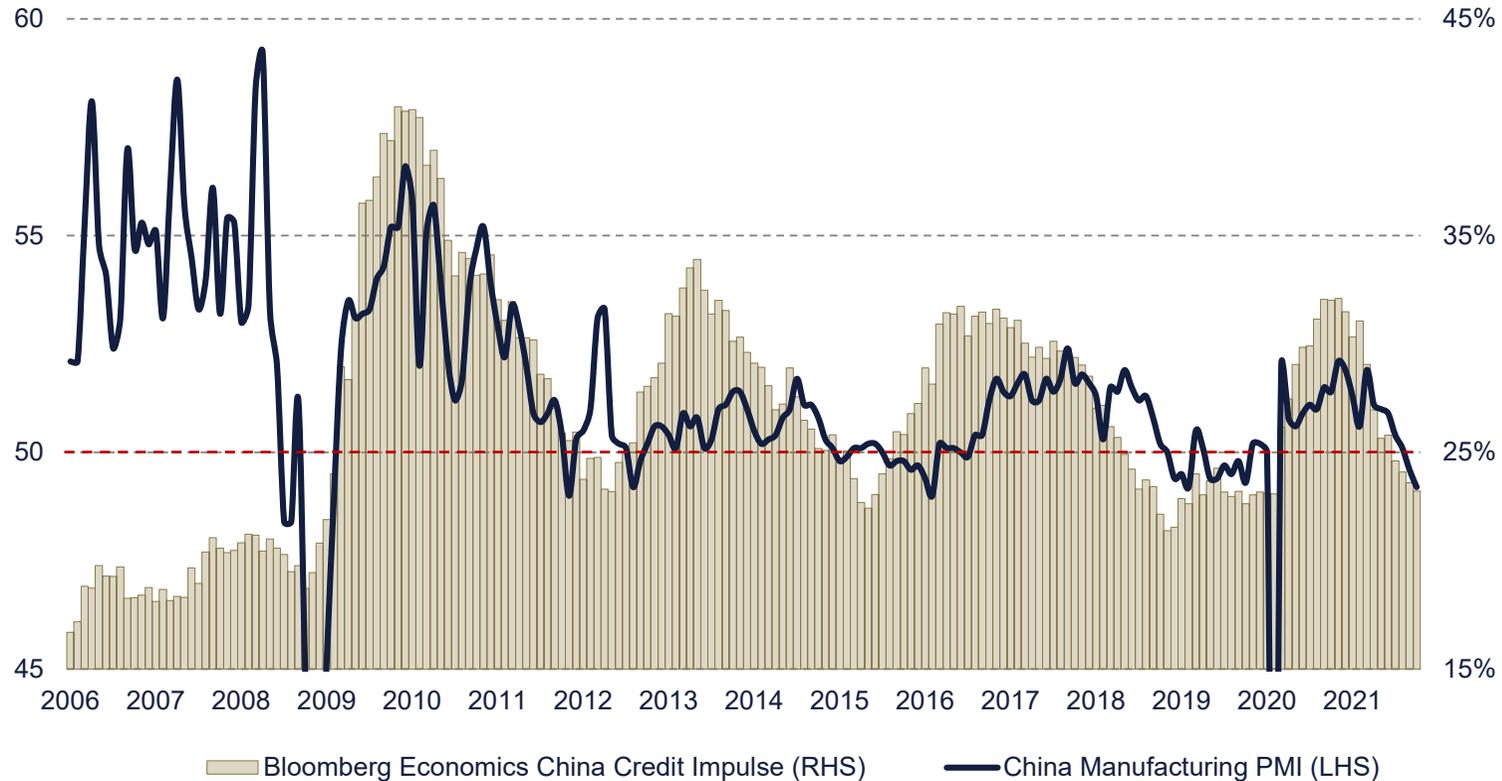
- La Fed se enfrenta a una serie de decisiones muy complejas, ya que existe el riesgo de endurecer su política monetaria demasiado pronto, pero también de verse obligada a subir tipos de forma agresiva más adelante
- Sin embargo, los riesgos son muy asimétricos, ya que con los tipos de interés cercanos a cero, un error por precipitarse no se puede revertir fácilmente; mientras que la Fed mantiene intactas las herramientas para controlar la inflación

# ¿Estamos a mitad de ciclo?



- Con los niveles de estímulo fiscal y monetario actuales, **los inversores pueden estar tranquilos de que una recesión no es inminente**. Sin embargo, el ciclo económico actual puede resultar no ser tan duradero como los dos anteriores
- Una curva de tipos aplanándose y un aumento (aunque todavía desde niveles muy bajos) de los diferenciales corporativos, son los **primeros signos de que el ciclo económico está comenzando a madurar**

# China se desacelera, pero el mercado mira hacia otro lado



- **China sigue desacelerándose**, pero al igual que ocurre con la inflación, el mercado lo está considerando **un fenómeno transitorio**; provocado en este caso por cortes de energía, restricciones del Covid y problemas de suministros
- Sin embargo, **China puede convertirse en el centro de atención una vez que el foco del mercado se aleje de la inflación** y se centre en la sostenibilidad del crecimiento tras la retirada de los estímulos

# Escenarios de inversión

	<b>Escenario 1</b> Shock de tipos de interés	<b>Escenario 2</b> Recuperación en "V"	<b>Escenario 3</b> Recuperación en "W"
<b>Causas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La inflación se acelera debido al gran estímulo fiscal combinado con el gasto en infraestructuras en los EE.UU.</li> <li>Los precios de las materias primas suben a medida que la economía se recupera con fuerza</li> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Recesión global causada por la parada repentina sin precedentes de la actividad económica</li> <li>Se consiguen evitar confinamientos estrictos y la actividad económica continúa en mayor o menor medida</li> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Profunda recesión seguida de una rápida recuperación, pero el impulso no se sostiene</li> <li>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</li> <li>Los países con una posición fiscal más sólida pueden proporcionar más estímulos y evitar una recuperación en forma de "W"</li> </ul>
<b>Impacto de mercado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los beneficios corporativos aumentan fuertemente, pero unos tipos de interés más altos impactan negativamente en las valoraciones de las acciones</li> <li>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.</li> <li>El crédito aguanta relativamente mejor a pesar de unos tipos más altos, dado que el riesgo de quiebras corporativas sigue siendo bajo</li> <li>El dólar estadounidense se deprecia frente a las divisas refugio, así como frente al oro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>Los diferenciales de crédito se recuperan hasta los niveles anteriores a la crisis, a medida que se intensifica la búsqueda de rendimientos</li> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Amplia dispersión en los mercados de acciones y crédito, con las empresas más fuertes recuperándose y las débiles quedando rezagadas</li> <li>Los diferenciales crediticios se amplían a medida que el mercado aumenta las bancarrotas</li> <li>Amplia dispersión entre bonos soberanos y monedas debido al "flight-to-quality"</li> <li>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</li> </ul>
<b>Probabilidad</b>	35%	45%	20%

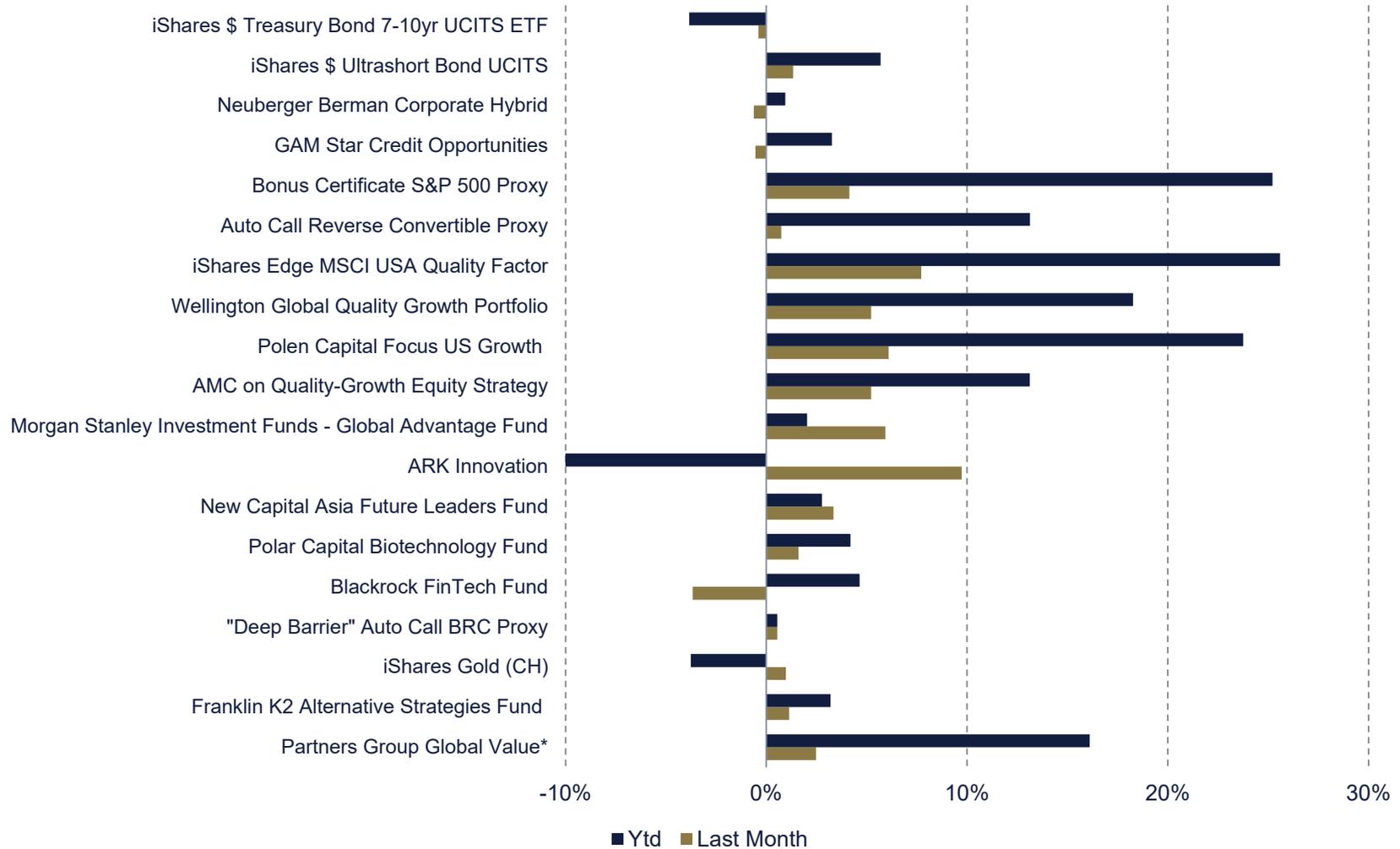
### Catalizadores a corto plazo

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.),

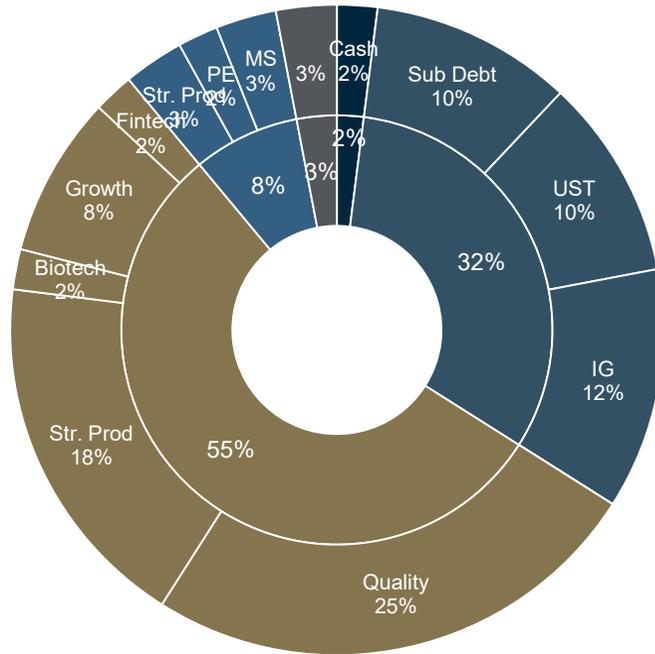
# Evolución de la cartera modelo



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

# Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

## Asignación activos



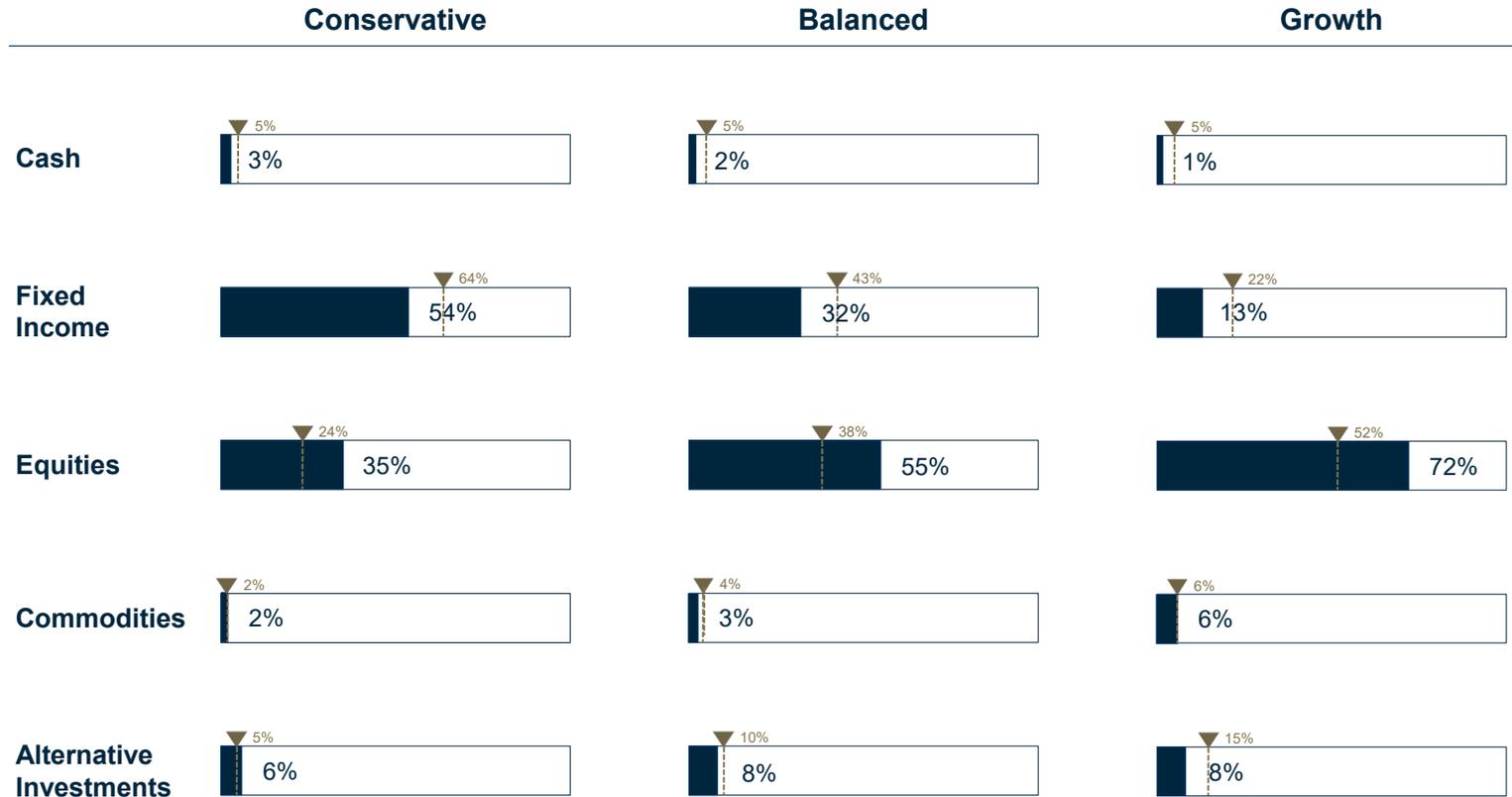
■ Cash 
 ■ Fixed Income 
 ■ Equity 
 ■ Alternative Inv. 
 ■ Commodities

## Asignación divisas



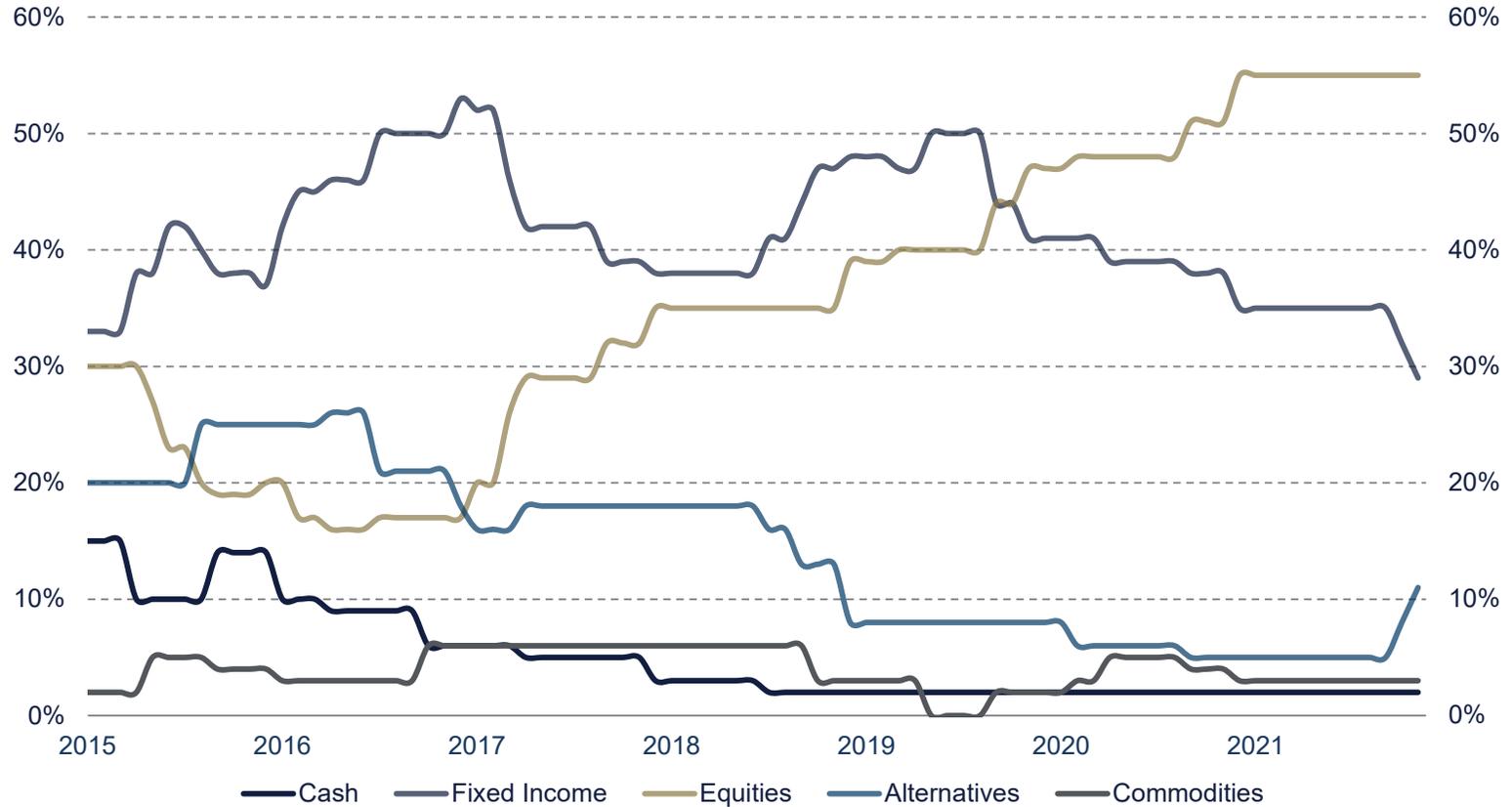
■ USD

# Perfiles de inversión Boreal

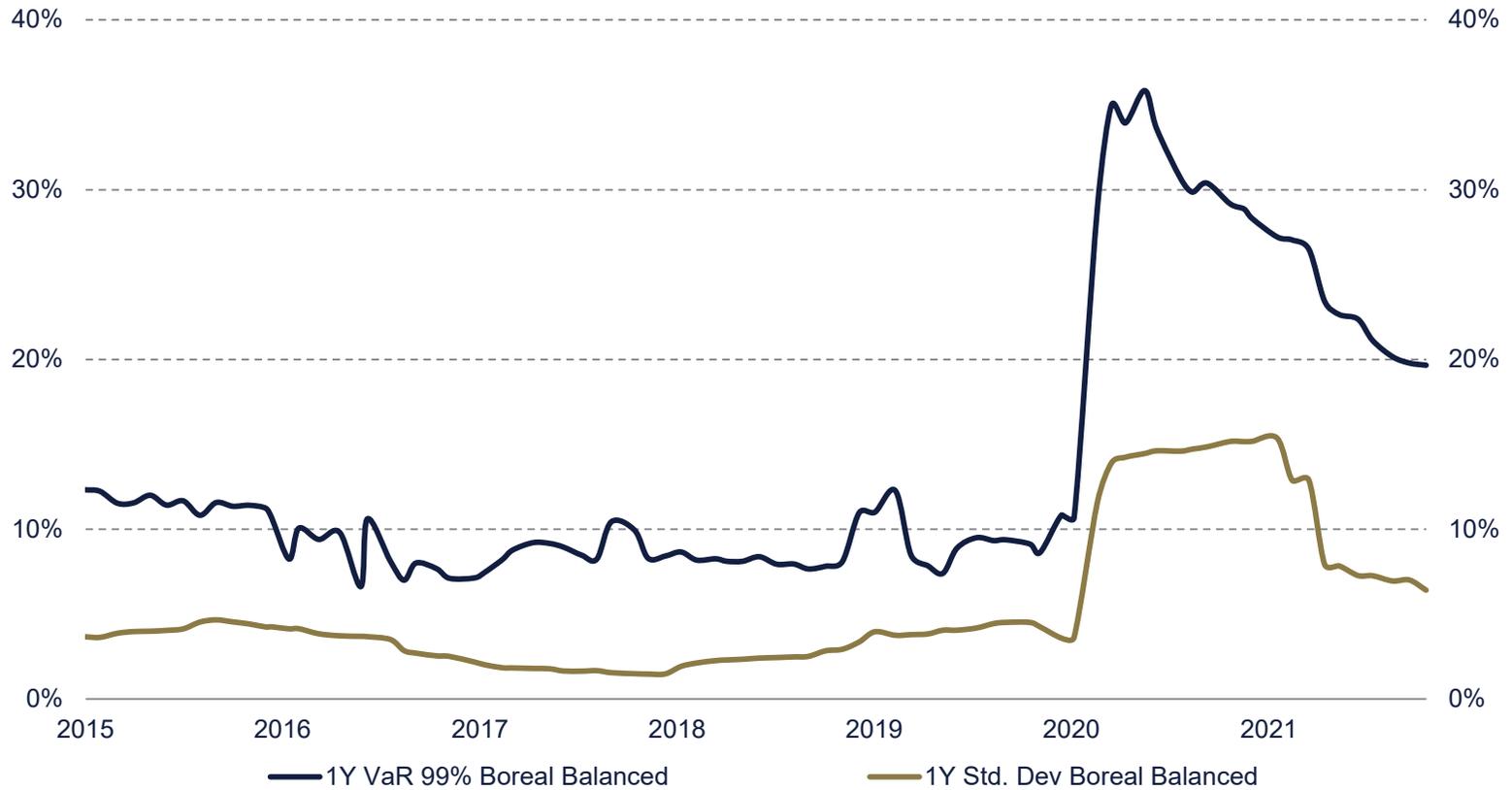


▼ Asignación de Activos Estratégica

# Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

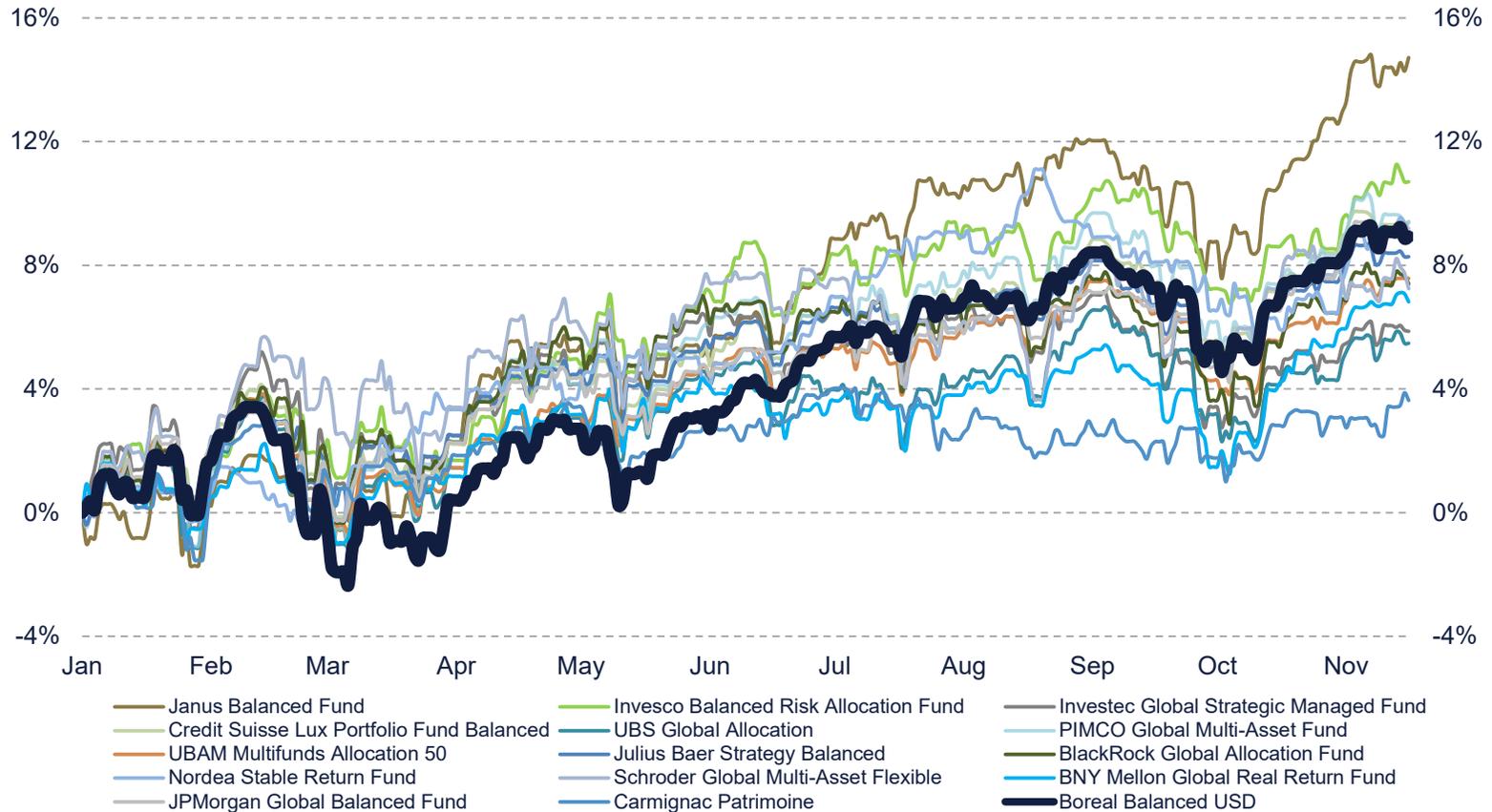


# Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



<sup>1</sup> A 18 de noviembre de 2021  
Fuente: Bloomberg

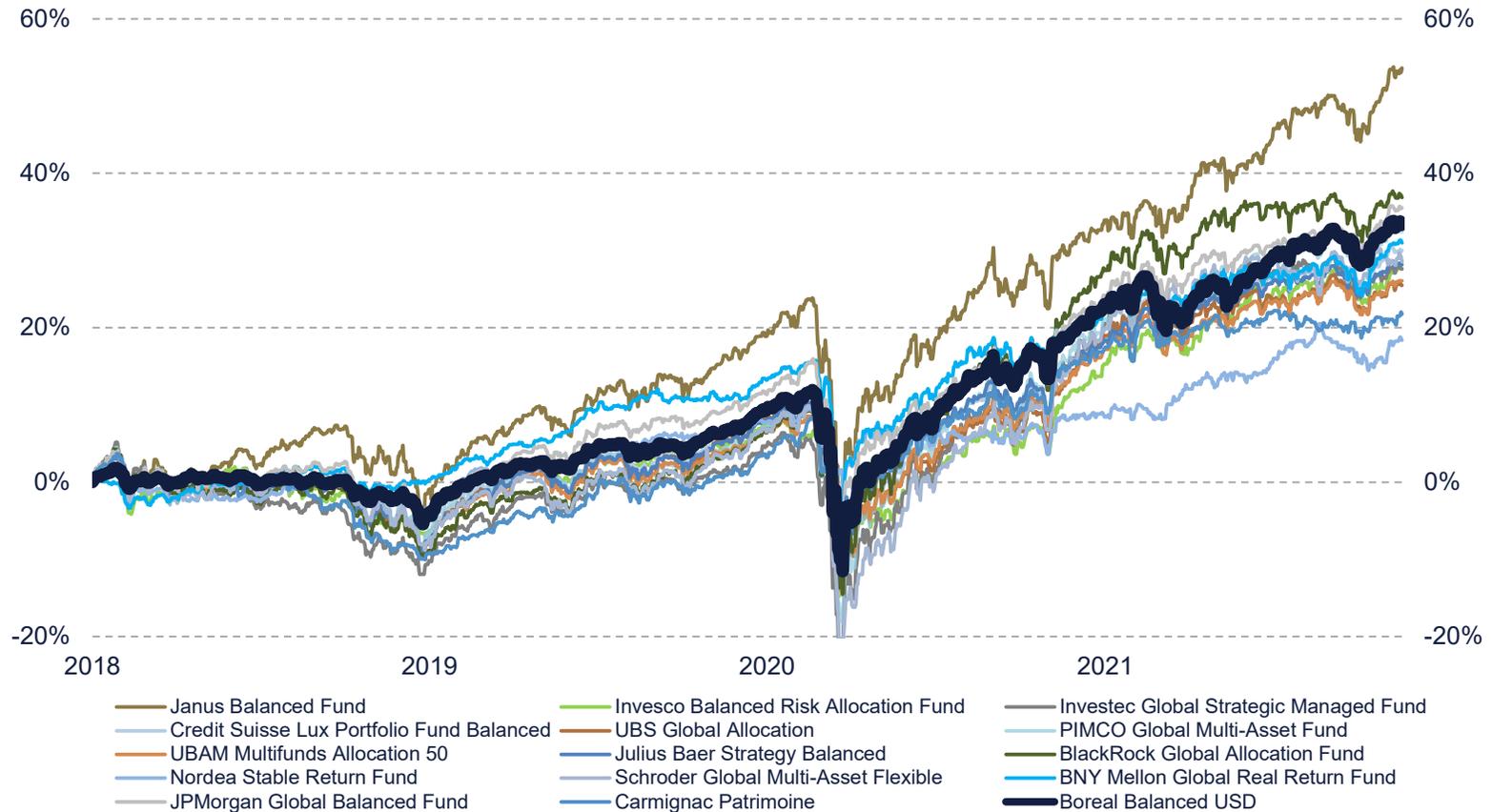
# Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (en el año)



- **Rentabilidad absoluta** (en el año<sup>1</sup>): **7° de 15**
- **Desviación estándar** (1 año<sup>1</sup>): **3° de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año<sup>1</sup>): **5° de 15**
- **Sharpe Ratio** (1 año<sup>1</sup>): **9° de 15**

<sup>1</sup> A 18 de noviembre de 2021  
Fuente: Bloomberg

# Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (2)



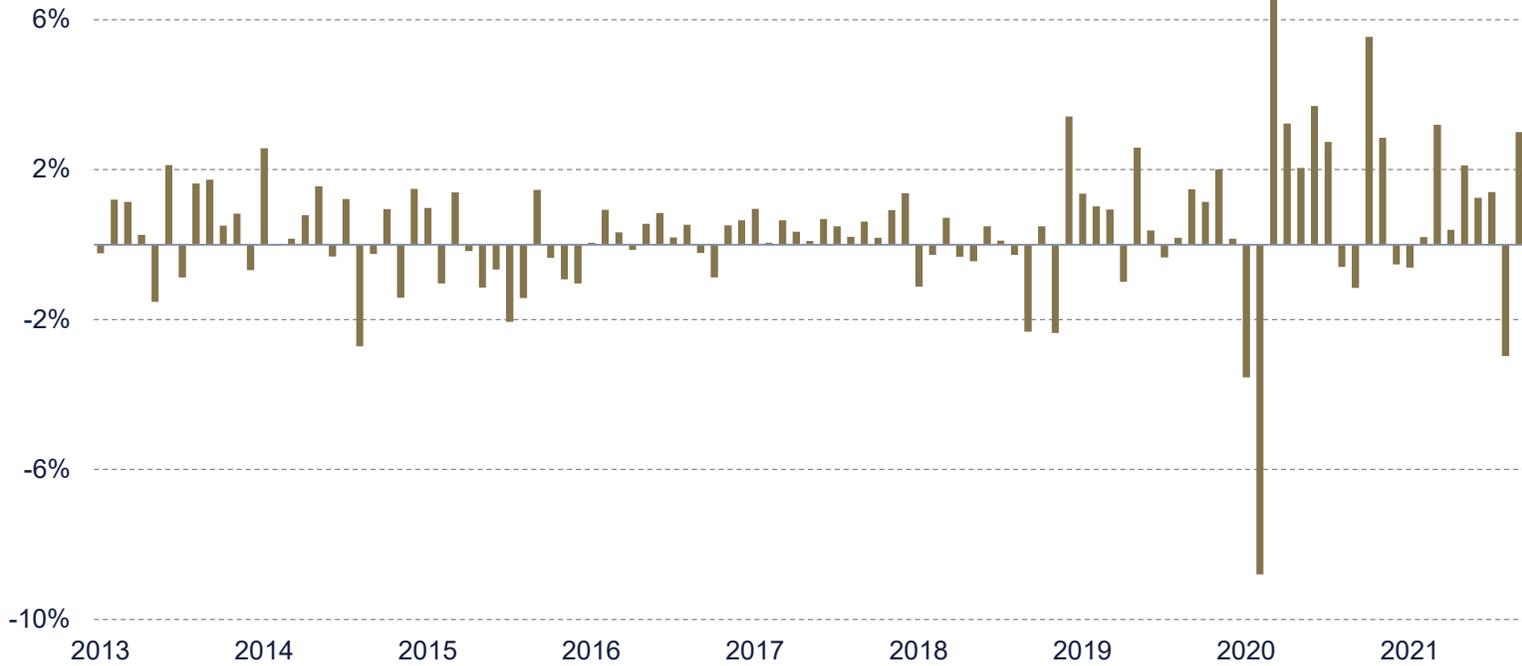
# Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año<sup>1</sup>): **8.33%**
- **Desviación estándar** (en el año<sup>1</sup>): **6.71%**
- **Riesgo a la baja** (en el año<sup>1</sup>): **4.93%**
- **Sharp Ratio** (en el año<sup>1</sup>): **1.45**

<sup>1</sup> A 18 de noviembre de 2021

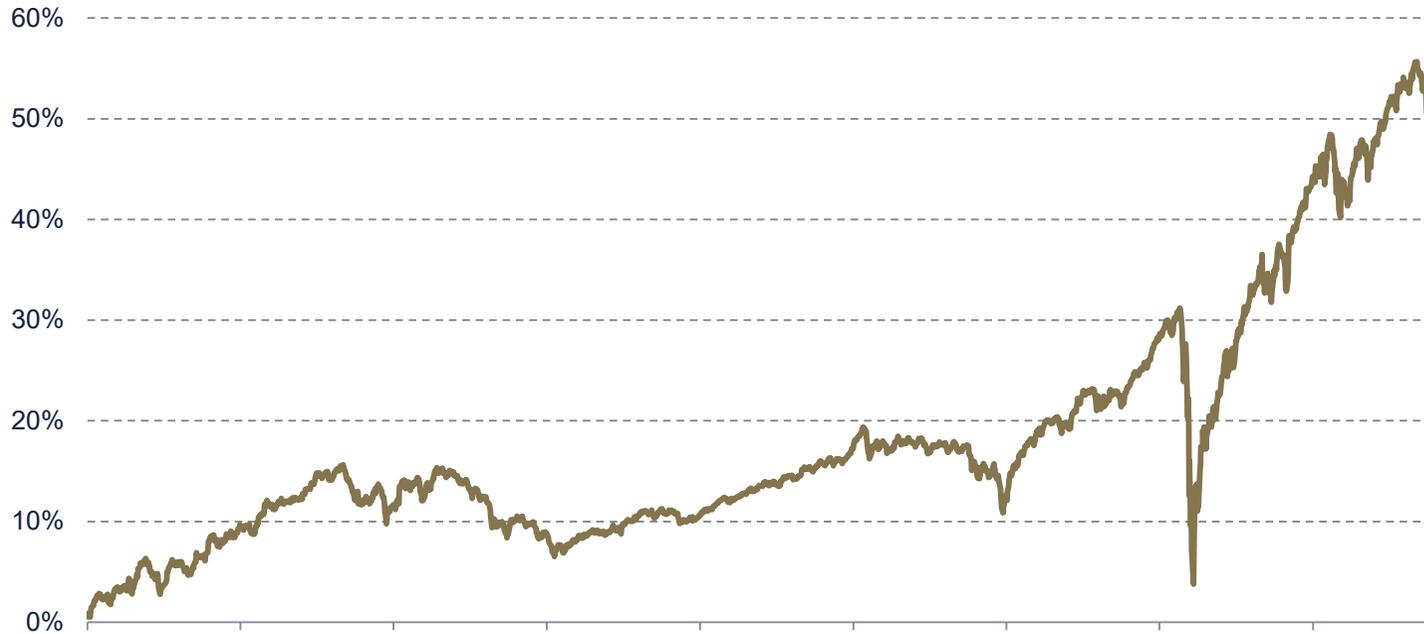
# Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta** (1 año<sup>1</sup>): **12.57%**
- **Rentabilidad absoluta** (3 años<sup>1</sup>): **32.65%**
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2013<sup>1</sup>): **56.25%**

<sup>1</sup> A 18 de noviembre 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: 5.15%  
 Annualized Std. Dev: 6.21%

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.