

Política de inversión

Enero 2022

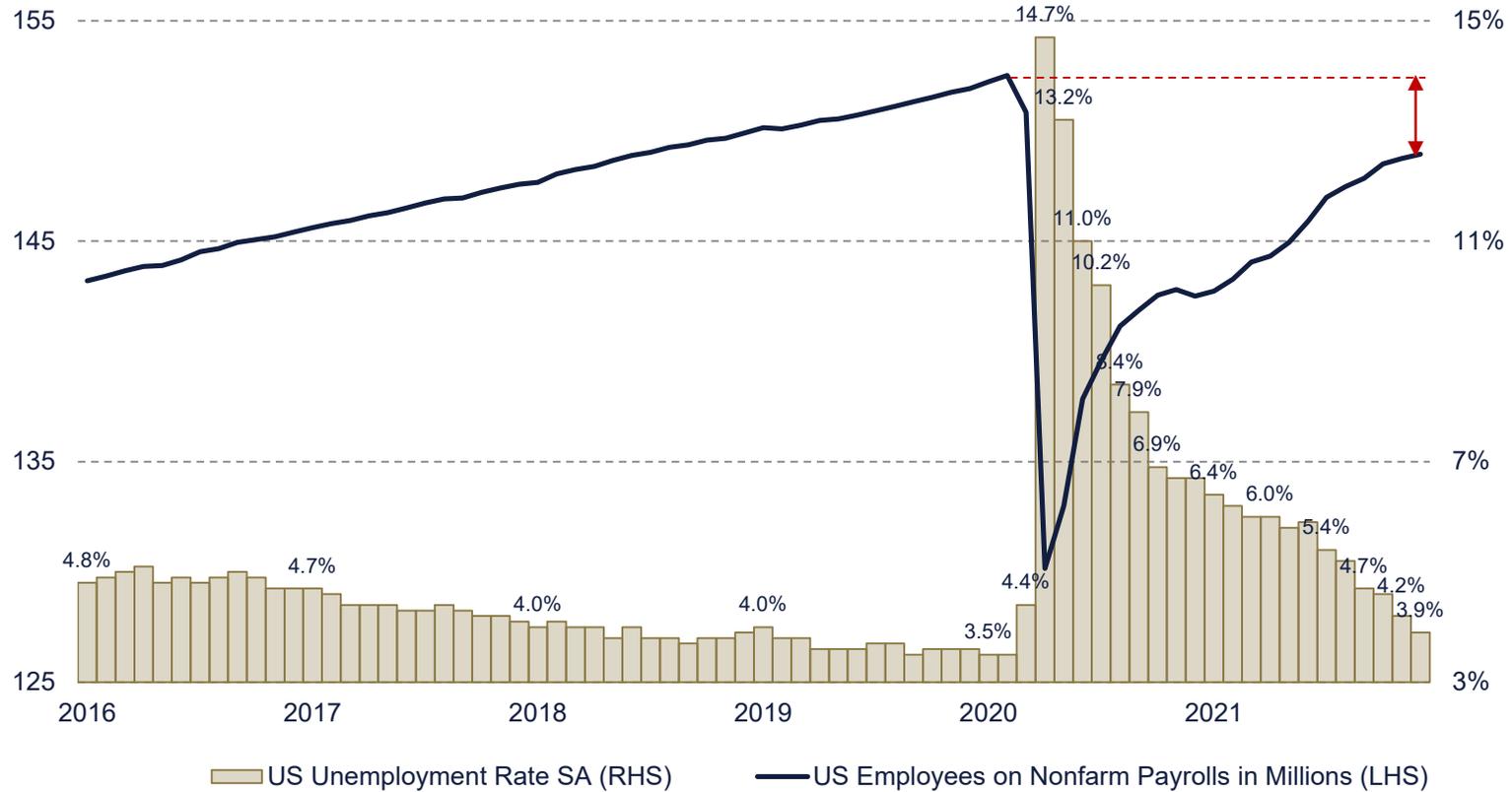
Resumen de mercados – Enero 2022

- El mercado ha tenido un **duro despertar** a principios de año, desencadenado por la publicación de dos datos importantes. En primer lugar unos **datos de empleo** que muestran que a las empresas les está resultando cada vez más difícil cubrir los puestos de trabajo, a pesar de que todavía no se han recuperado todos los empleos perdidos durante la pandemia. Esta tirantez del mercado laboral aviva los temores a un aumento de los salarios. En segundo lugar, la publicación de **las actas de la última reunión de la Fed**, por las que conocimos que el banco central ya por alcanzado el nivel de pleno empleo, y cambia ahora el foco al control de la inflación
- Una vez que el mercado de bonos reparó en que **el banco central podía llegar a ser mucho más agresivo de lo que se pensaba inicialmente**, y dado que la inflación no da señales de disminuir en el corto plazo, **los tipos de interés a largo plazo retomaron su tendencia al alza**. Como resultado, los **mercados de bonos y acciones han caído en tándem**, en una repetición de lo que experimentamos en febrero del año pasado. Sin embargo, esta vez la situación es bastante diferente
- En aquel entonces, la expectativa era que un recalentamiento de la economía impulsaría la inflación y, con ello, las tasas de interés. Pero, actualmente, estamos experimentando una inflación de un tipo muy diferente. Hay **tres factores principales** detrás del aumento de los precios **(1) Efectos de base** al comparar el nivel de precios con el de el inicio de la pandemia, cuando los precios se desplomaron **(2) Problemas en la cadena de suministros**, así como escasez de mano de obra en algunos sectores y **(3) Un elemento subjetivo**, dado que los agentes económicos construyen sus propias expectativas de inflación
- De hecho, los efectos de base deberían revertirse este año, ya que compararemos con niveles de precios mucho más altos. La Fed también puede influir sobre las expectativas, aumentando las tasas de interés. Sin embargo, los problemas del lado de la oferta están fuera del alcance de la Fed, por lo que es **imposible predecir cuán de duraderas serán las presiones inflacionistas**. Con la Reserva Federal "detrás de la curva", **un error de política monetaria que provoque una desaceleración económica parece ser el mayor riesgo de mercado en el corto plazo**. Y en este sentido, las acciones de "Value", que pueden comportarse mejor ante un shock de valoración como el que acabamos de vivir, son mucho más vulnerables a un shock de crecimiento que los valores de "Growth"

Política de inversión

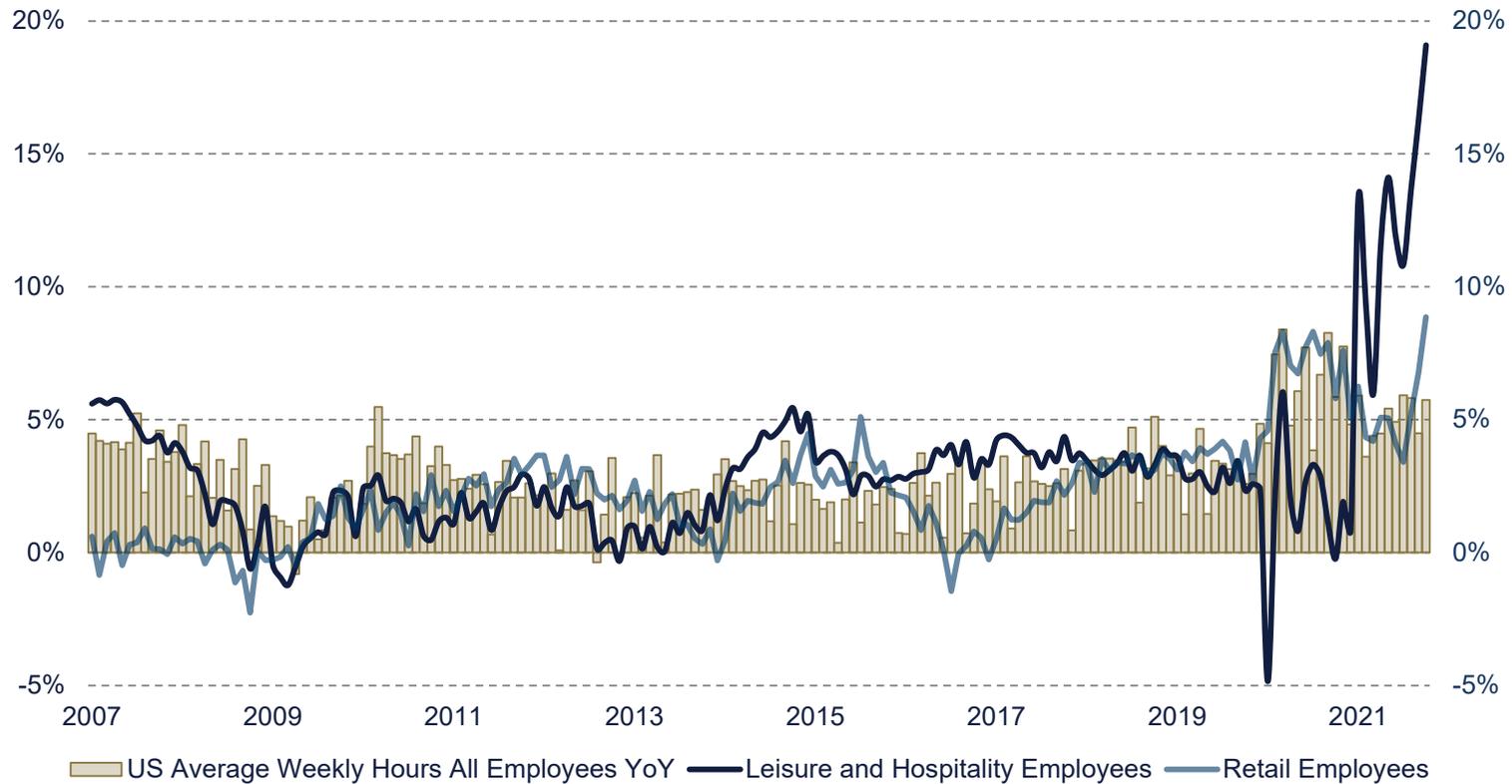
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado 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	+	Aunque nos siguen gustando sectores de crecimiento secular como Biotech y Fintech, actualmente estamos reduciendo la exposición directa a ellos
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

La Fed declara la victoria sobre el desempleo



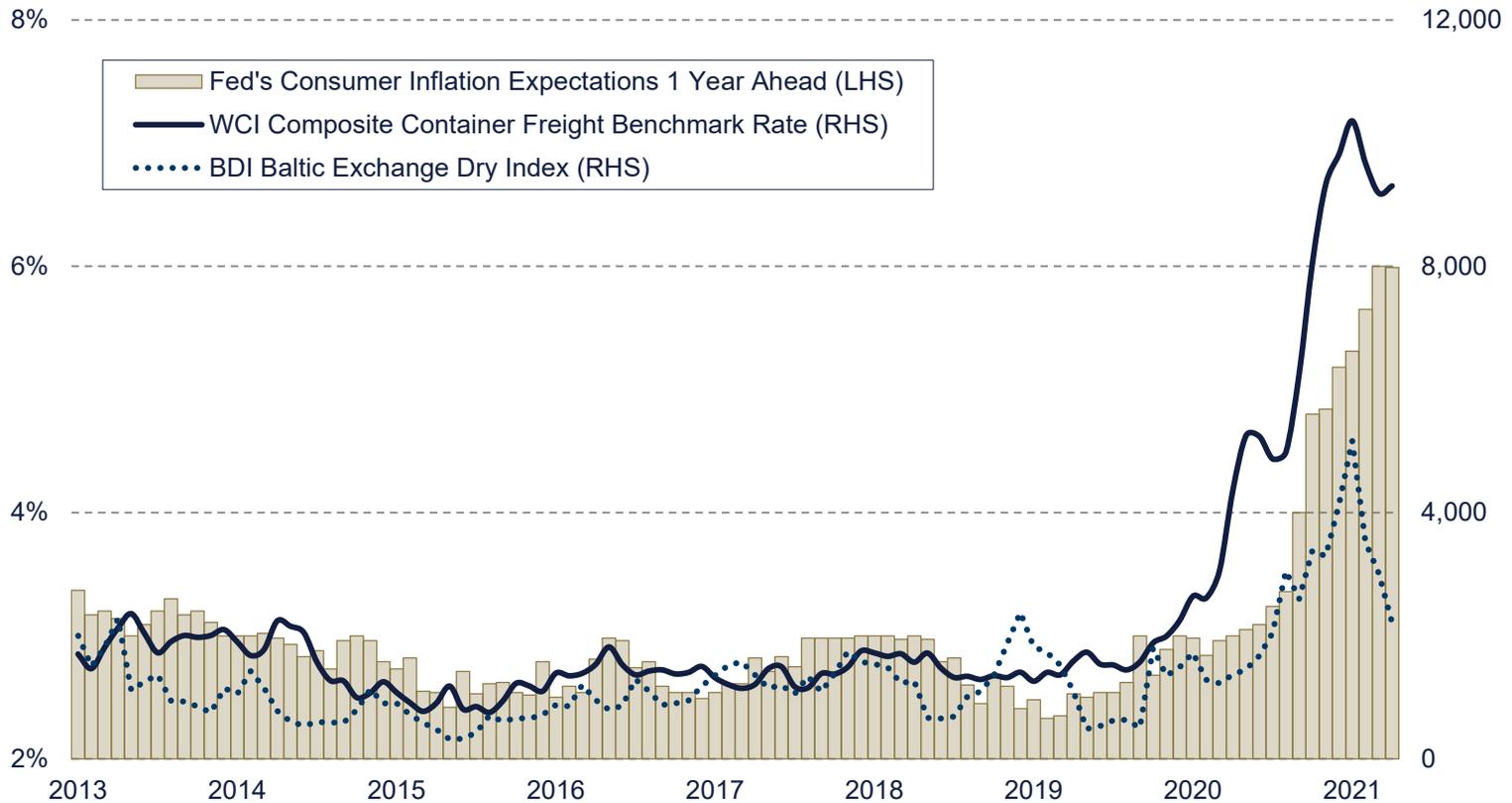
- La **fuerte corrección** que estamos experimentando ha tenido dos detonantes principales. En primer lugar, las últimas **cifras de desempleo**, que mostraron un mercado laboral cercano al pleno empleo, y donde las empresas están encontrando crecientes dificultades para cubrir los puestos de trabajo vacantes
- Y esto al mismo tiempo en que se publicaron **las actas de la última reunión de la Fed**, en donde el posicionamiento de sus miembros resulto mucho más agresivo de lo que esperaban los mercados

El foco ahora está exclusivamente en la inflación



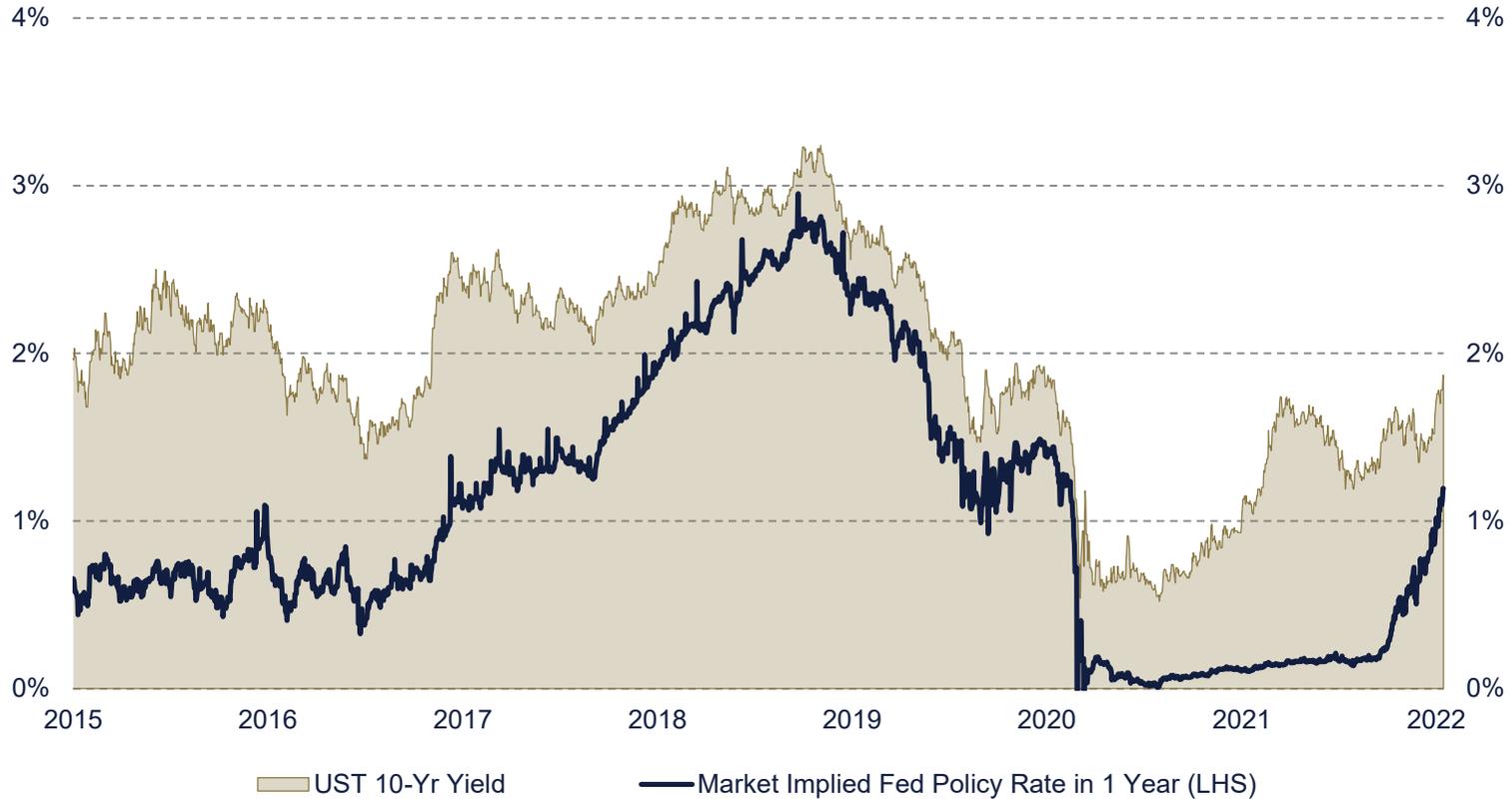
- Las decepcionantes cifras de creación de empleo se ven como una señal de **tirantéz en el mercado laboral**, la cual se puede traducir en salarios **más altos**
- Si bien esto no sucedió en el ciclo anterior, cuando el desempleo llegó a alcanzar el 3,5% sin efectuar presión alguna sobre los salarios, esta vez sí que se están **apreciando algunas subidas en sectores directamente afectados por la pandemia**

Un tipo de inflación nunca antes experimentado



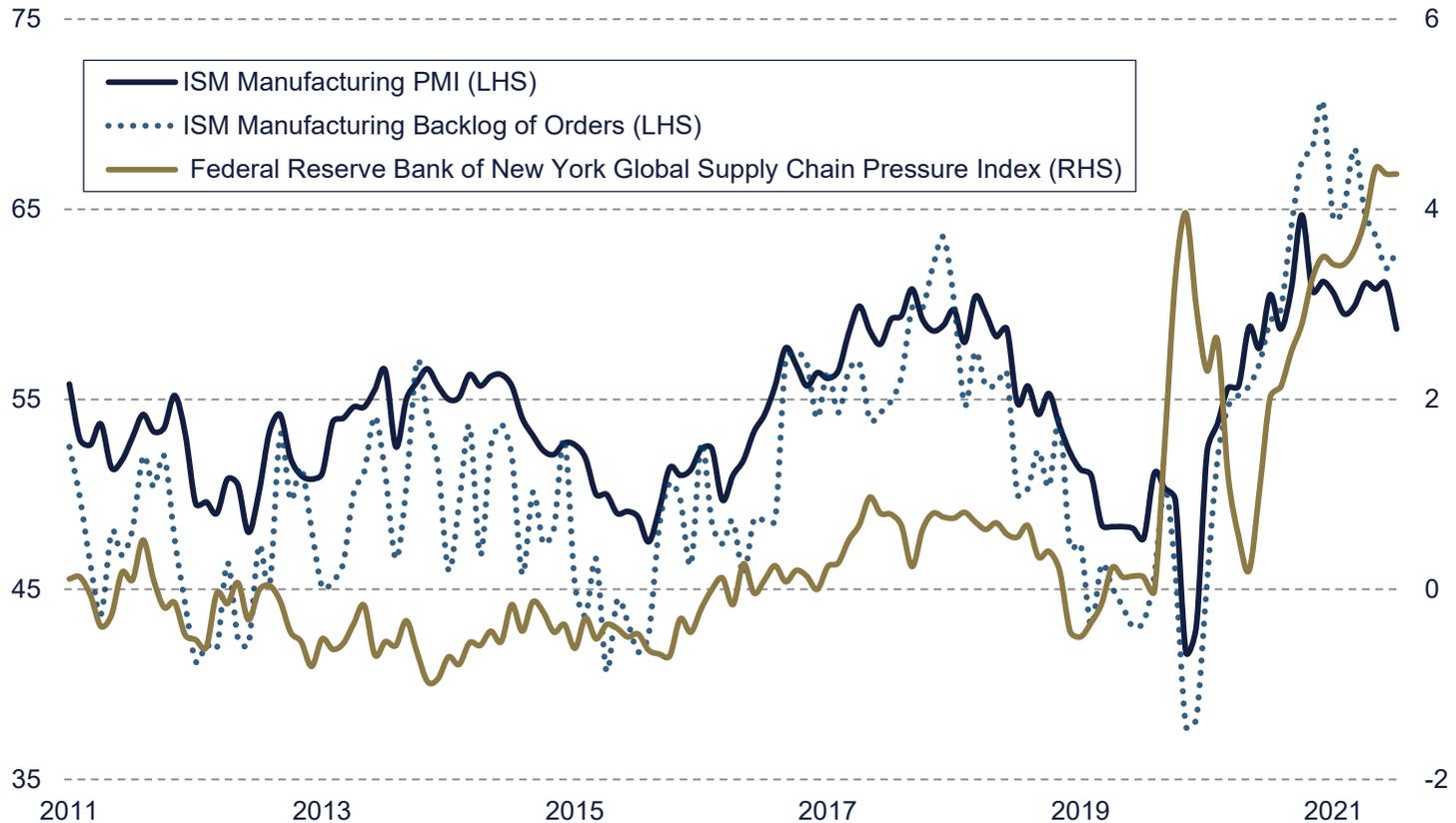
- La principal causa de la subida de la inflación han sido los **efectos de base y las restricciones en la cadena de suministros**. Sin embargo, una vez que las expectativas de inflación se han afianzado, hay también un cierto componente de **autocumplimiento de las expectativas creadas**
- La Fed puede influir en las expectativas, y los efectos base ahora deberían tener el efecto opuesto. Sin embargo, **los problemas logísticos son una fuente de inflación nunca antes experimentada**, lo que hace muy difícil predecir la trayectoria inmediata de la inflación

Aumenta el riesgo de un error de política monetaria



- La Fed ha **deshecho (verbalmente) en apenas dos meses la senda de política monetaria seguida** tras el inicio de la pandemia
- **Los tipos de interés a largo plazo también han recuperado** niveles similares a los previos a la pandemia. La pregunta es si el estado de la economía es ahora fundamentalmente diferente y **hasta que punto ésta puede absorber un endurecimiento de las condiciones financieras**

Adentrándonos en la mitad del ciclo



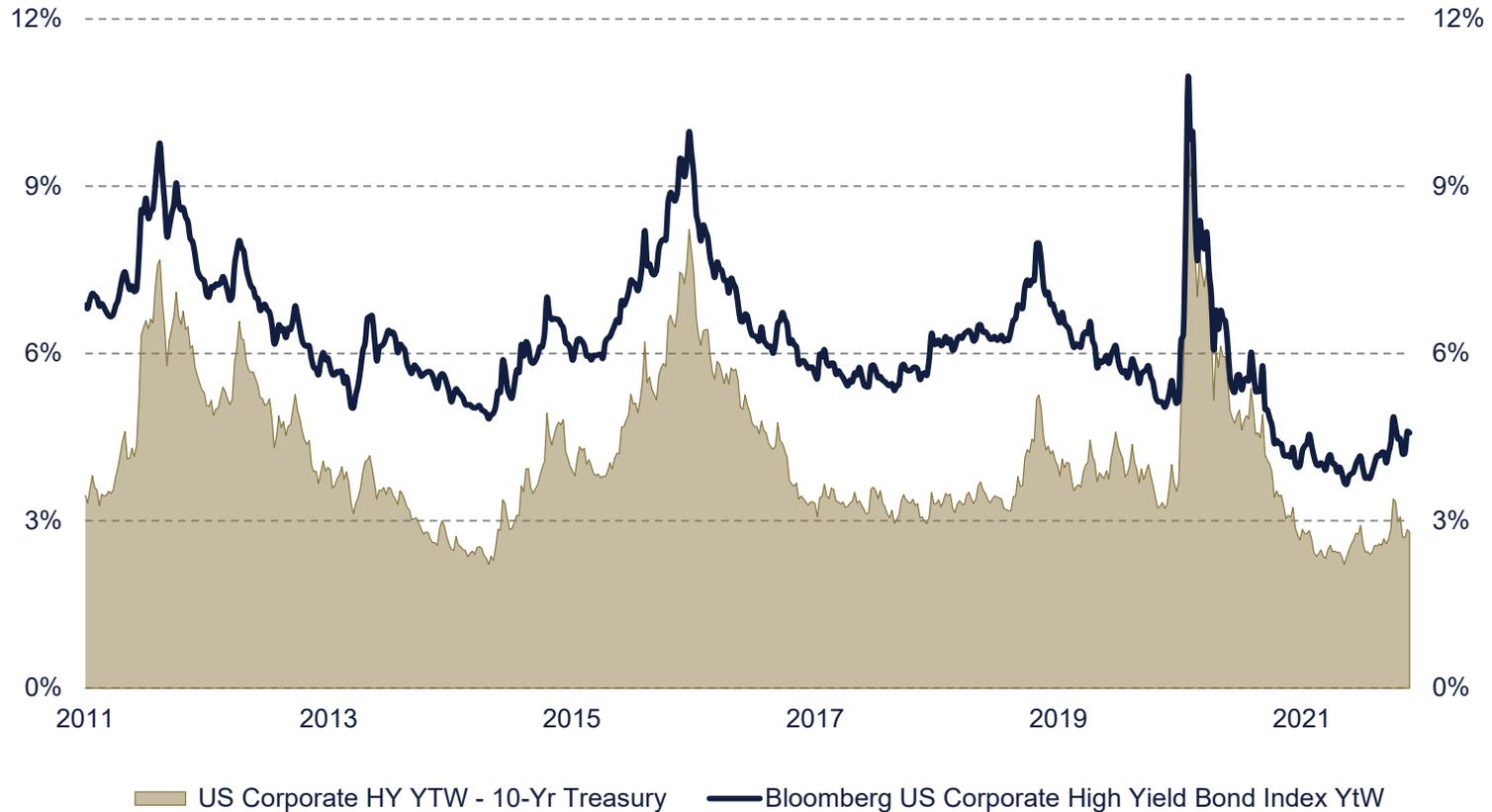
- El decisivo **apoyo de los gobiernos** supuso un impulso sin precedentes, llegando a **crear incluso mas demanda de la que la economía podía absorber** en el momento de la reapertura
- A pesar de que persisten los problemas logísticos, **comenzamos a vislumbrar los primeros signos de una desaceleración en los indicadores adelantados**, lo que apuntaría a que la economía se estaría ya adentrando en la mitad del ciclo

La narrativa del “Value” vs. “Growth” está de vuelta



- Al igual que sucedió a principios del año pasado, **el aumento de los tipos esta favoreciendo al "Value" frente al "Growth"**
- Sin embargo, esta vez nos encontramos en una coyuntura diferente, **con la Fed endureciendo la política monetaria (lo que aumenta el riesgo de una recesión)** y con la inflación causada por factores parcialmente fuera de su control

Las rentabilidades suben, pero no lo suficiente



- Con tasas de interés más altas y con diferenciales de crédito algo mas amplios, **los bonos de alto rendimiento han mejorado sus rentabilidades**
- Sin embargo, tanto los diferenciales como los rendimientos **todavía están lejos de sus promedios históricos**

El dólar se aprecia con tipos más altos



- Unos **diferenciales de tipos de interés al alza favorecen al dólar**, aunque los **diferenciales de inflación reducen el diferencial en términos reales**
- Dado que los **diferenciales de crecimiento también respaldan al dólar**, esperamos que éste se mantenga fuerte durante el 2022

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 La actividad económica no vuelve completamente a la normalidad, y la alta inflación obliga a los bancos centrales a retirar los estímulos 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%	35% (-5%)	30% (+5%)

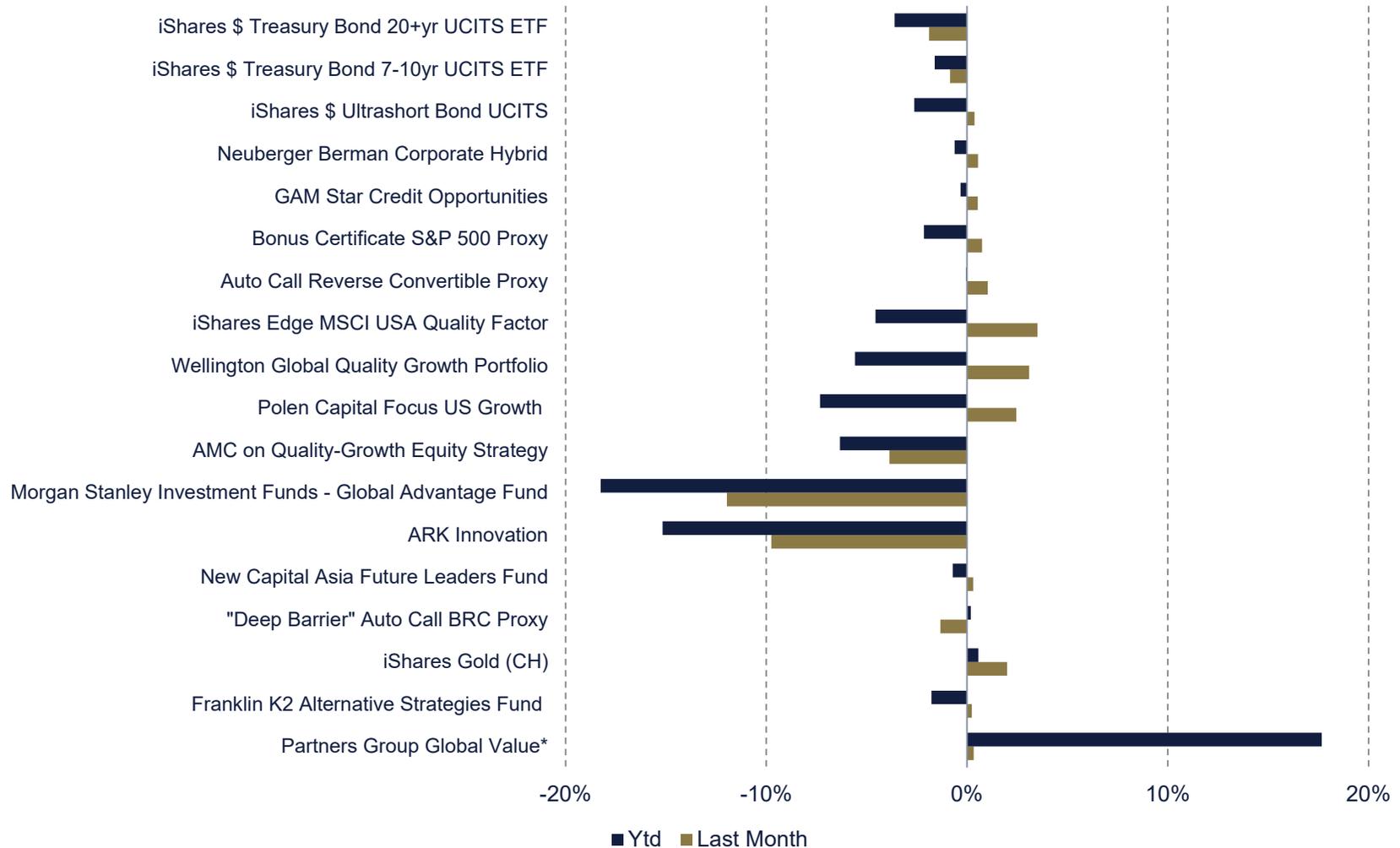
Catalizadores a corto plazo

Desaceleración de la inflación, aceleración en la vacunación o tratamiento efectivo para el coronavirus

Otros riesgos

Desaceleración en China, Pinchazo de la burbuja de las criptomonedas, Geopolíticos (Oriente Próximo, Rusia, Irán, Corea N.),

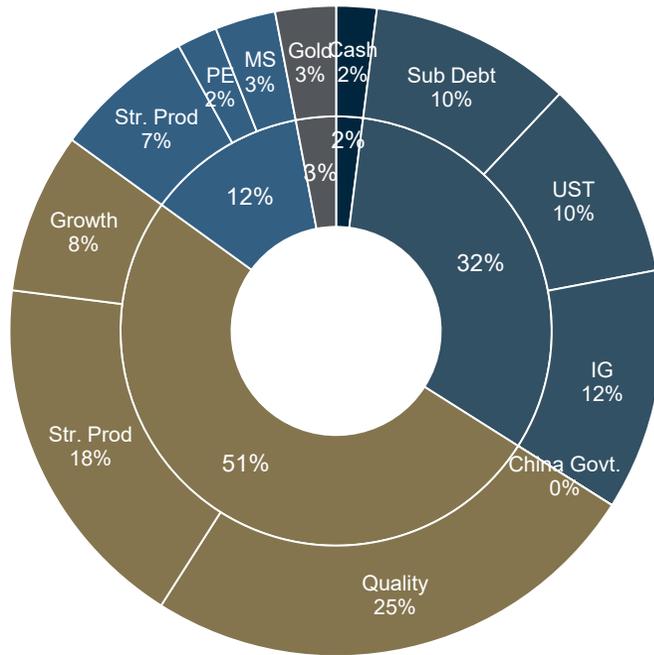
Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 14 de enero de 2022
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



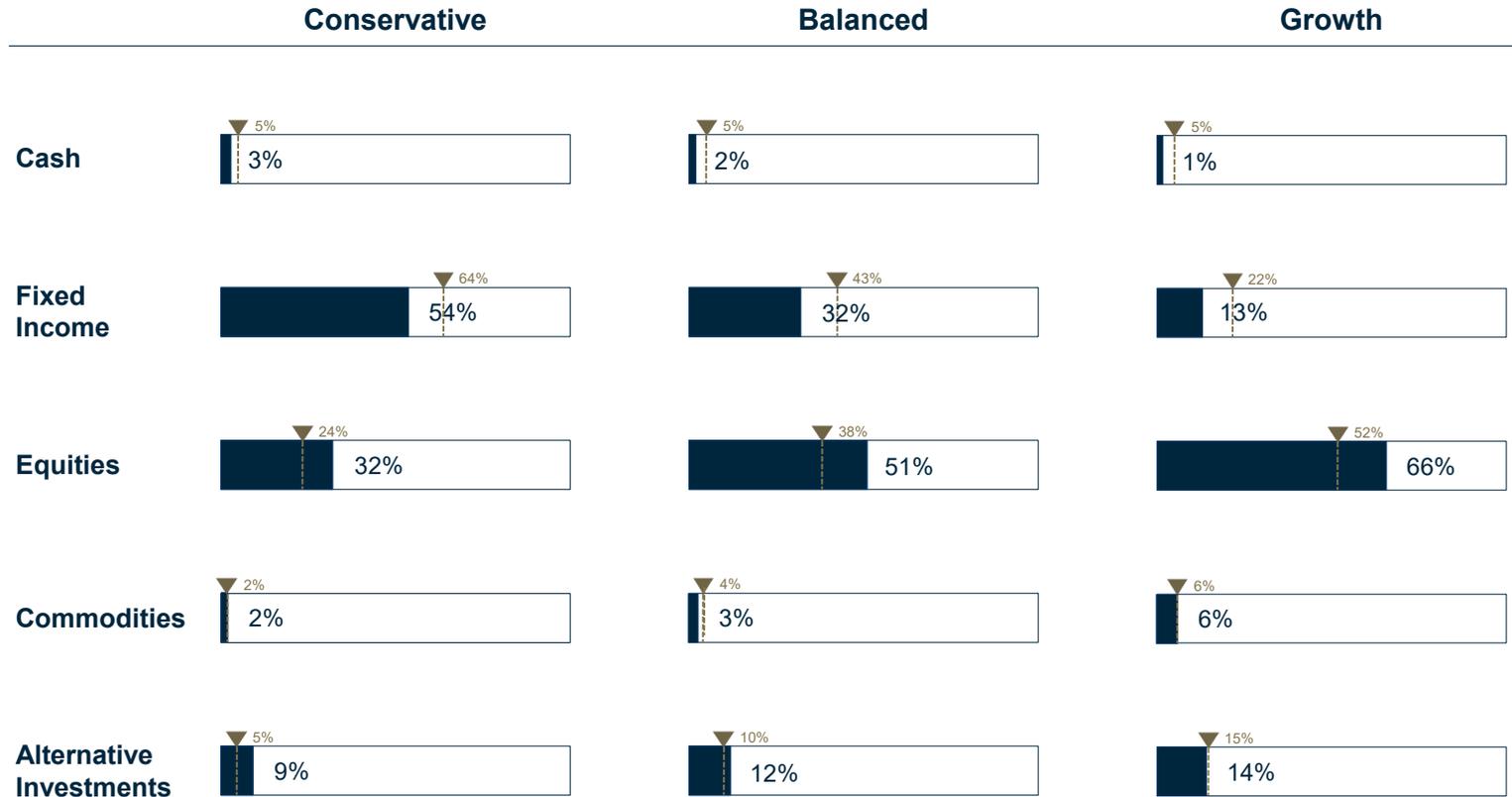
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



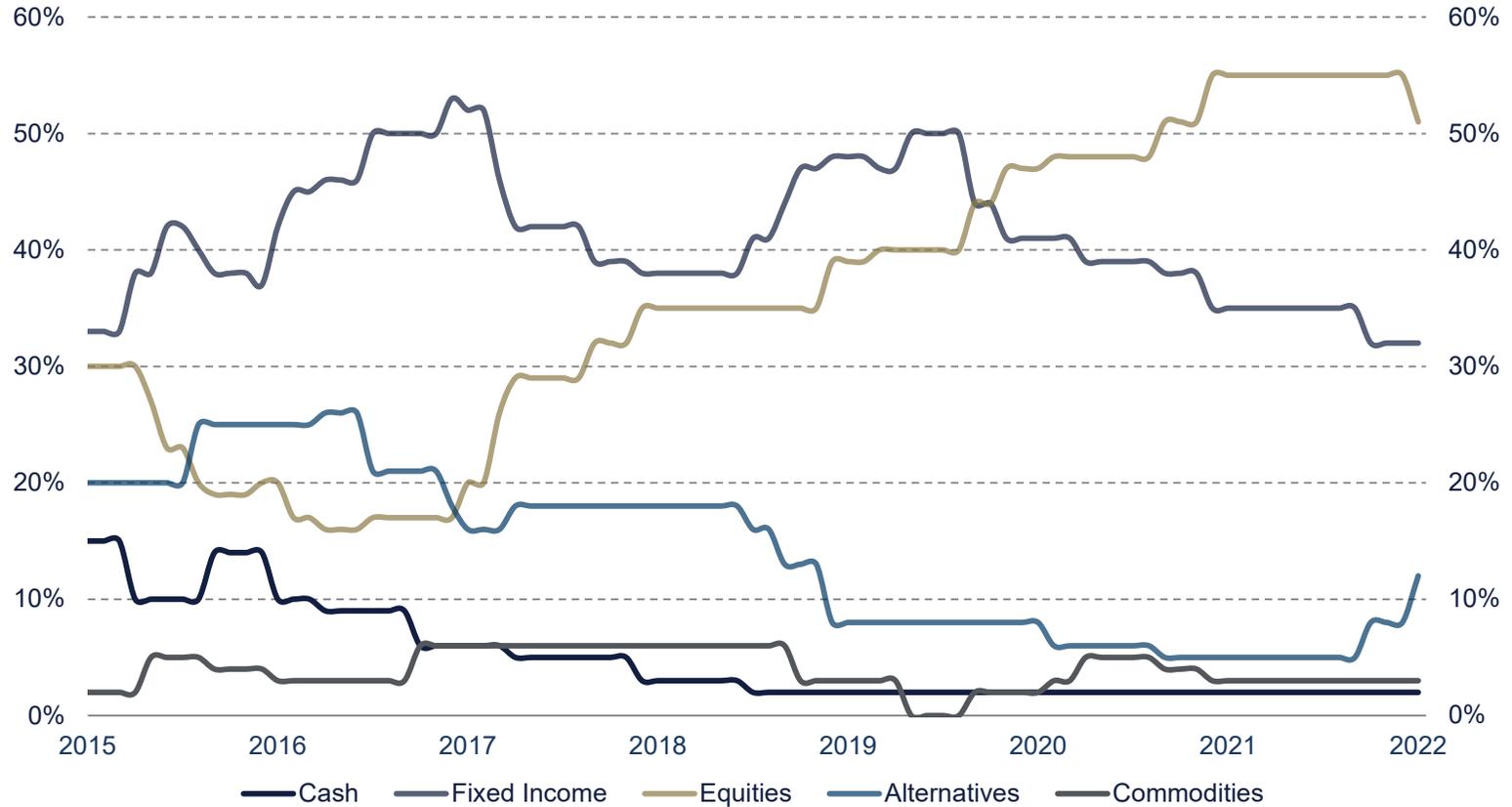
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

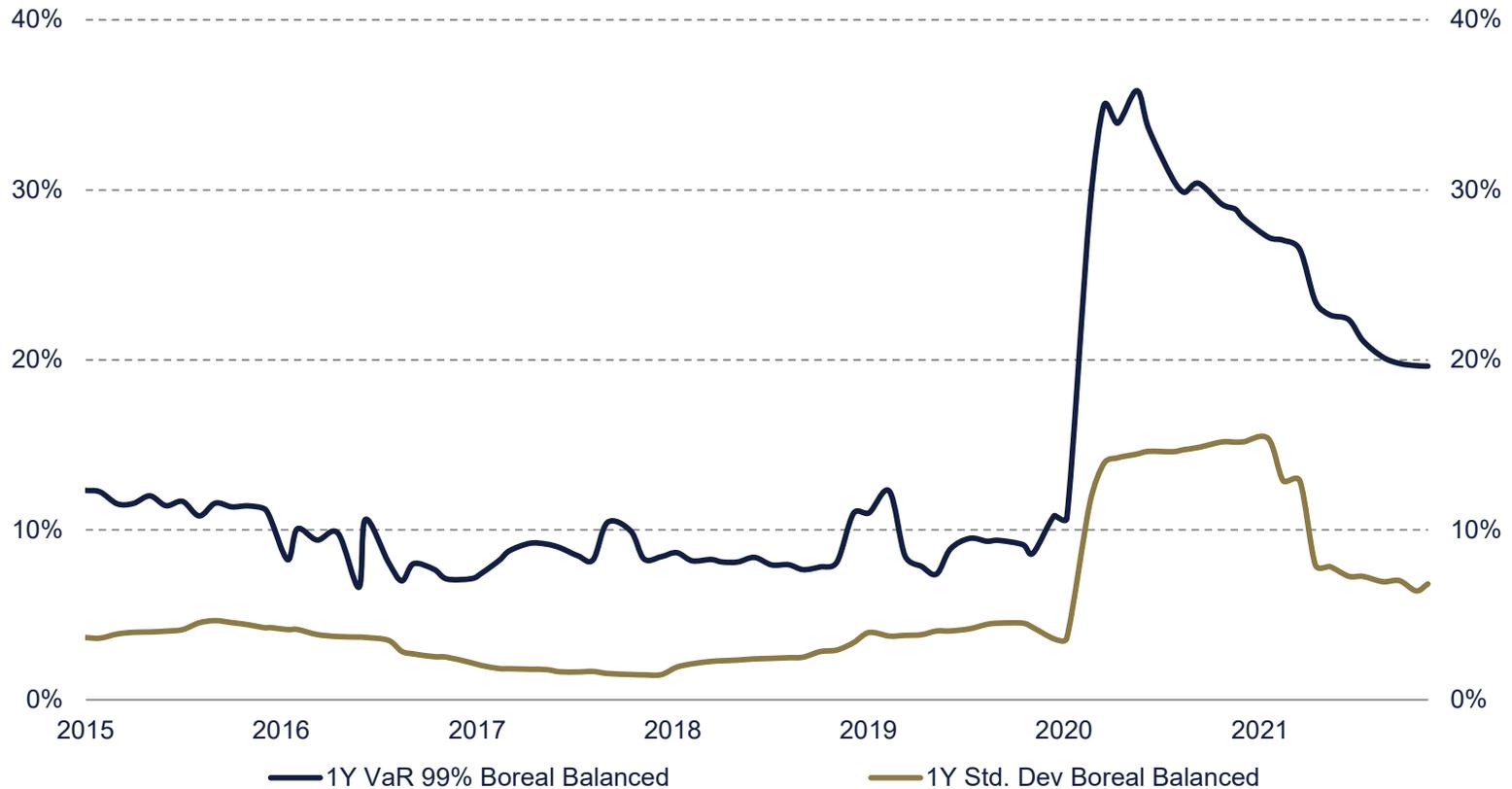


▼ Asignación de Activos Estratégica

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

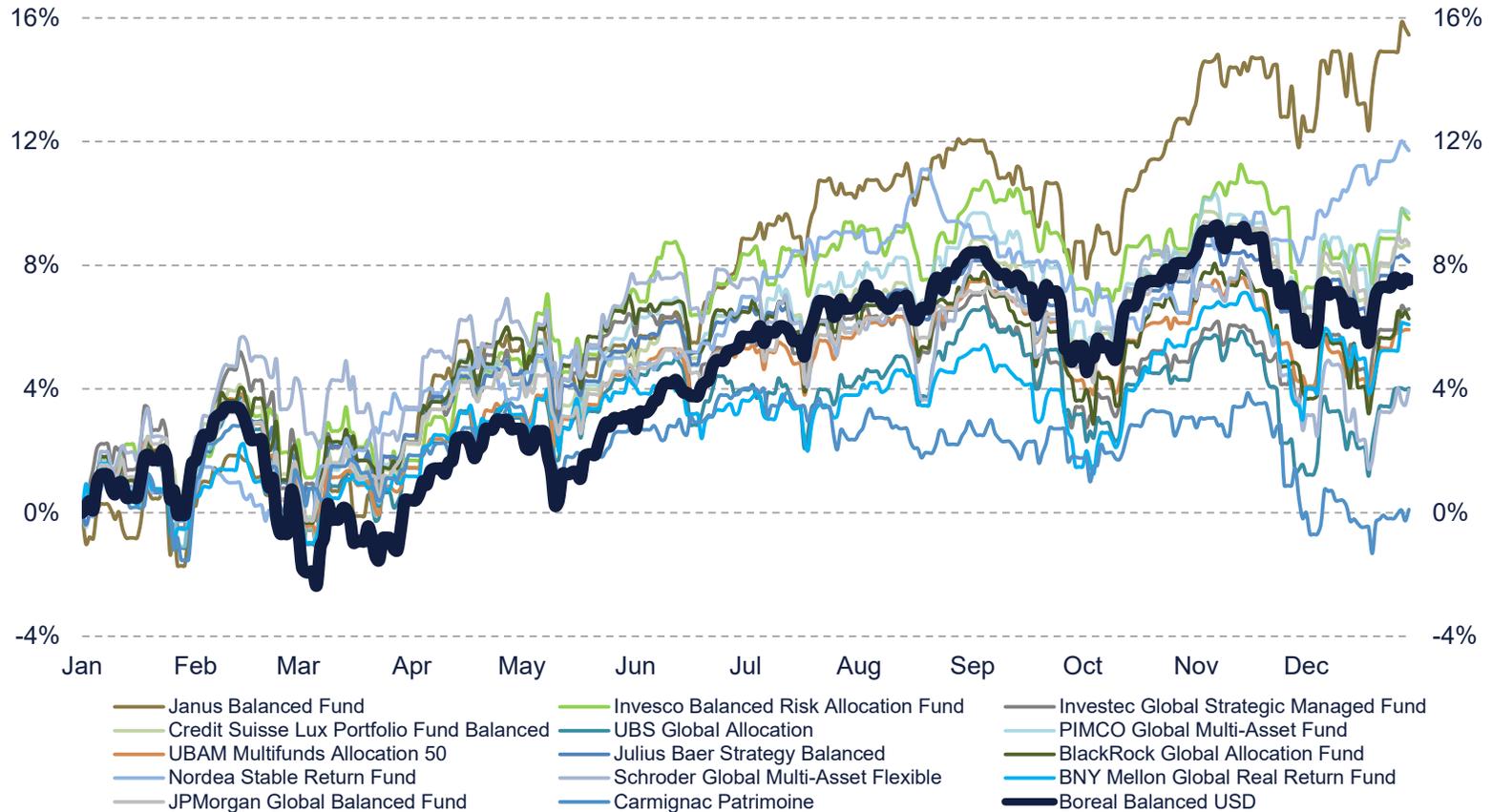


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 14 de enero de 2022
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (1)

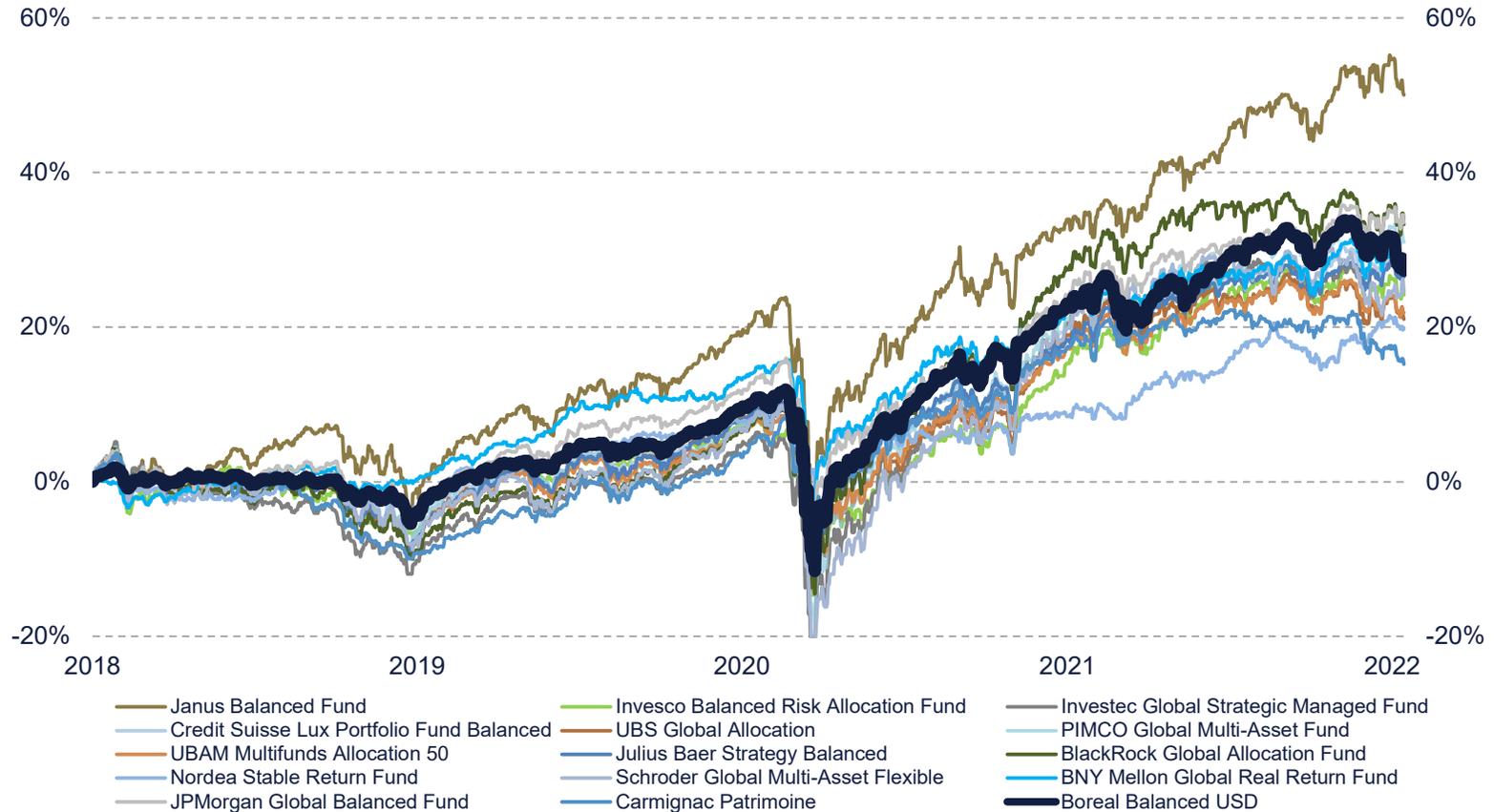


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **15° de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **14° de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **7° de 15**
- **Sharpe Ratio** (1 año¹): **14° de 15**

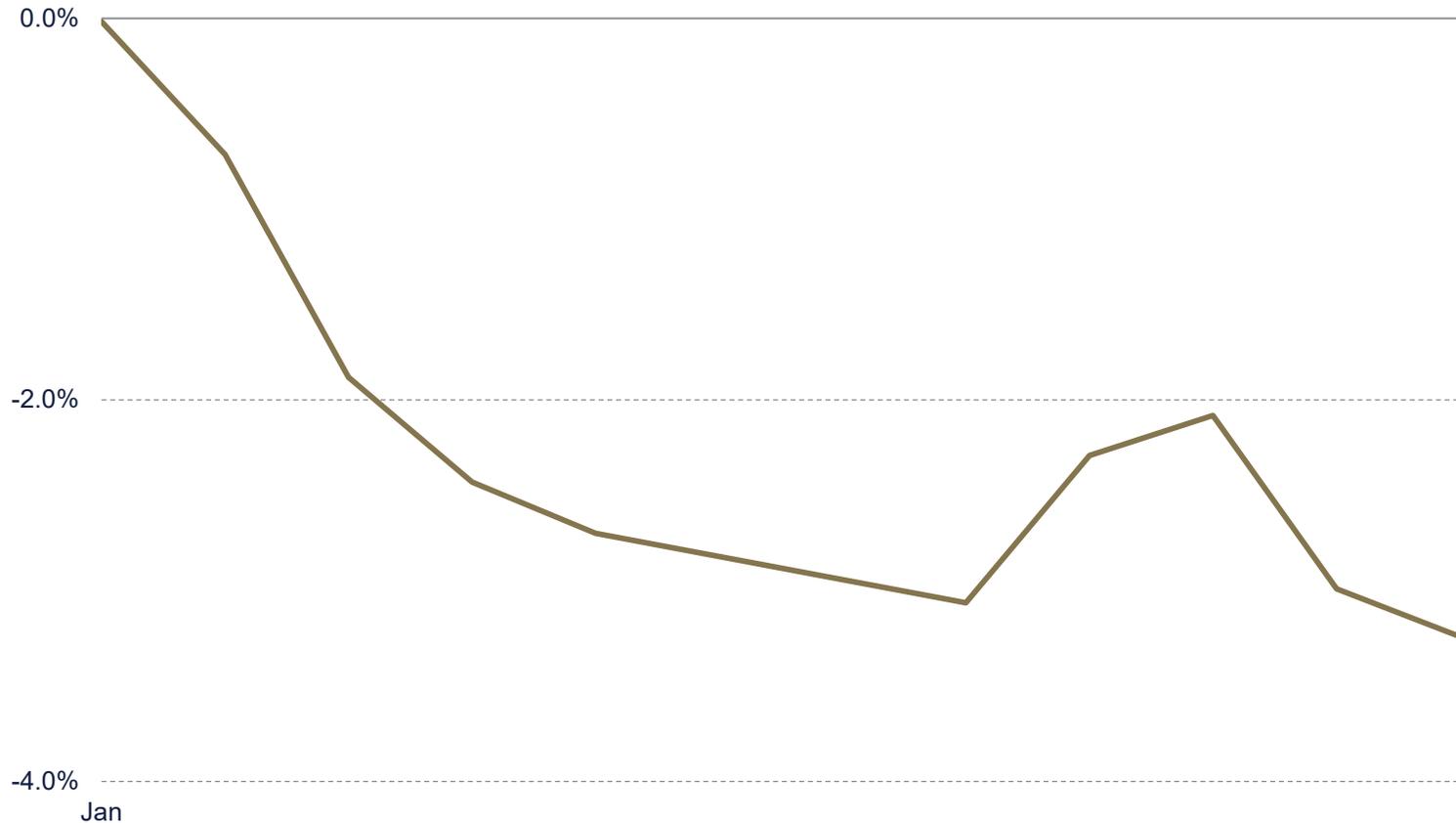
¹ A 14 de enero de 2022

Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (2)



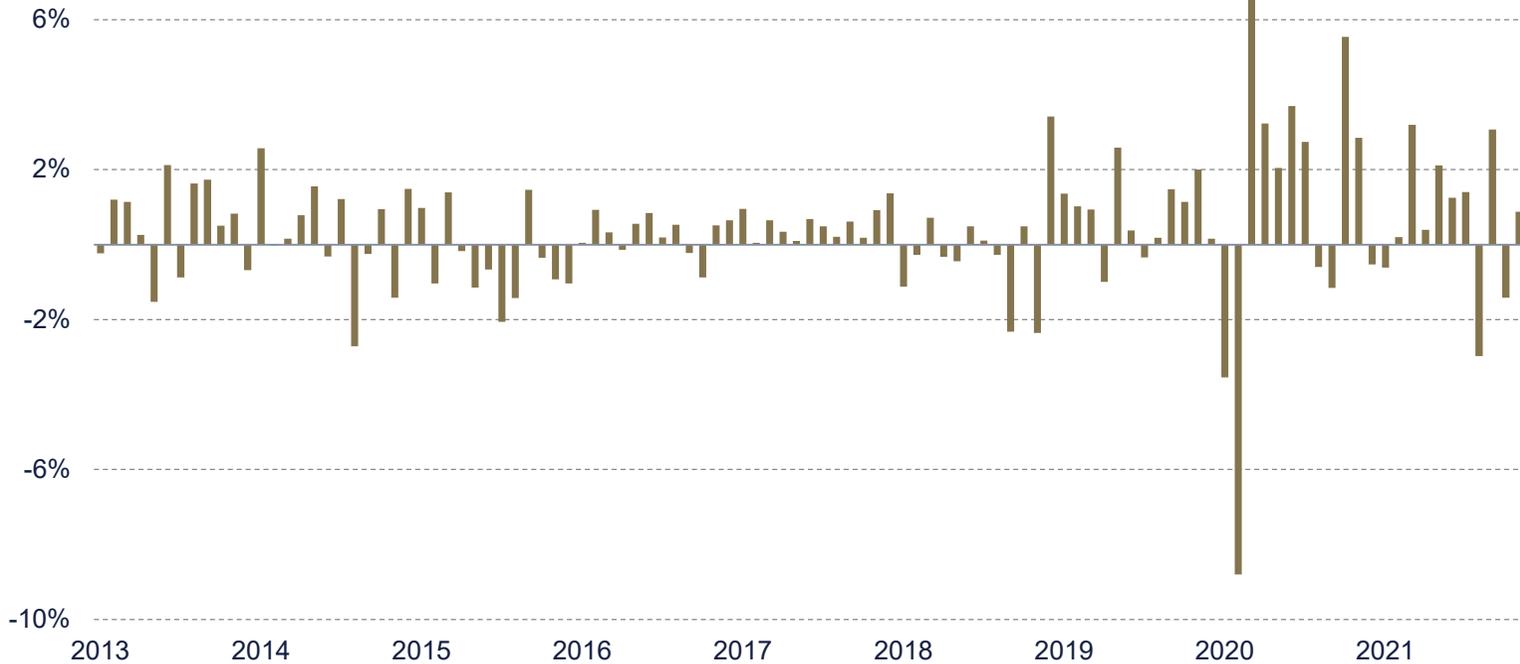
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **-3.36%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **8.80%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **5.94%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **n/a**

¹ A 14 de enero de 2022

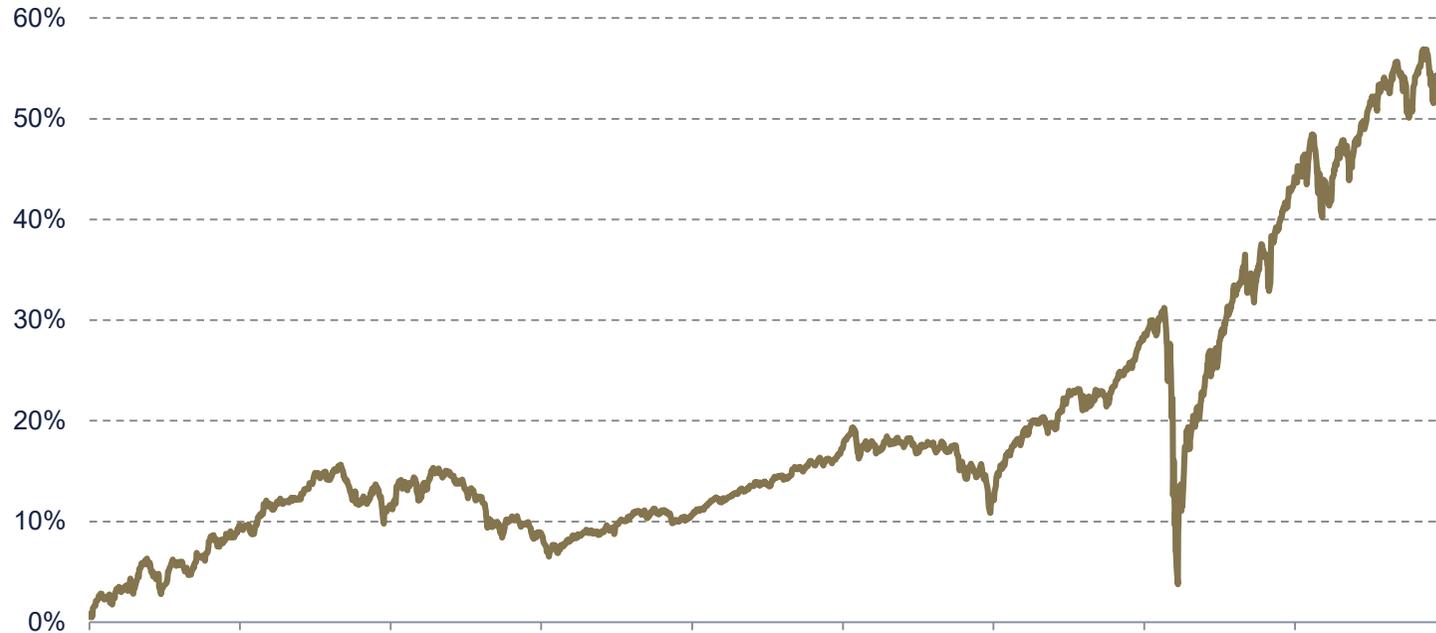
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta** (1 año¹): **3.50%**
- **Rentabilidad absoluta** (3 años¹): **29.65%**
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2013¹): **49.31%**

¹ A 14 de enero de 2022

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (2)



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Return	9.58%	2.05%	-1.80%	1.57%	6.06%	-4.62%	14.67%	12.35%	7.01%	-3.36%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.18%	6.96%	6.97%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	n/a	0.62	3.57	n/a	3.49	0.87	1.04	n/a

Annualized Return: 4.53%
 Annualized Std. Dev: 6.26%

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.