

Política de inversión

Febrero 2022

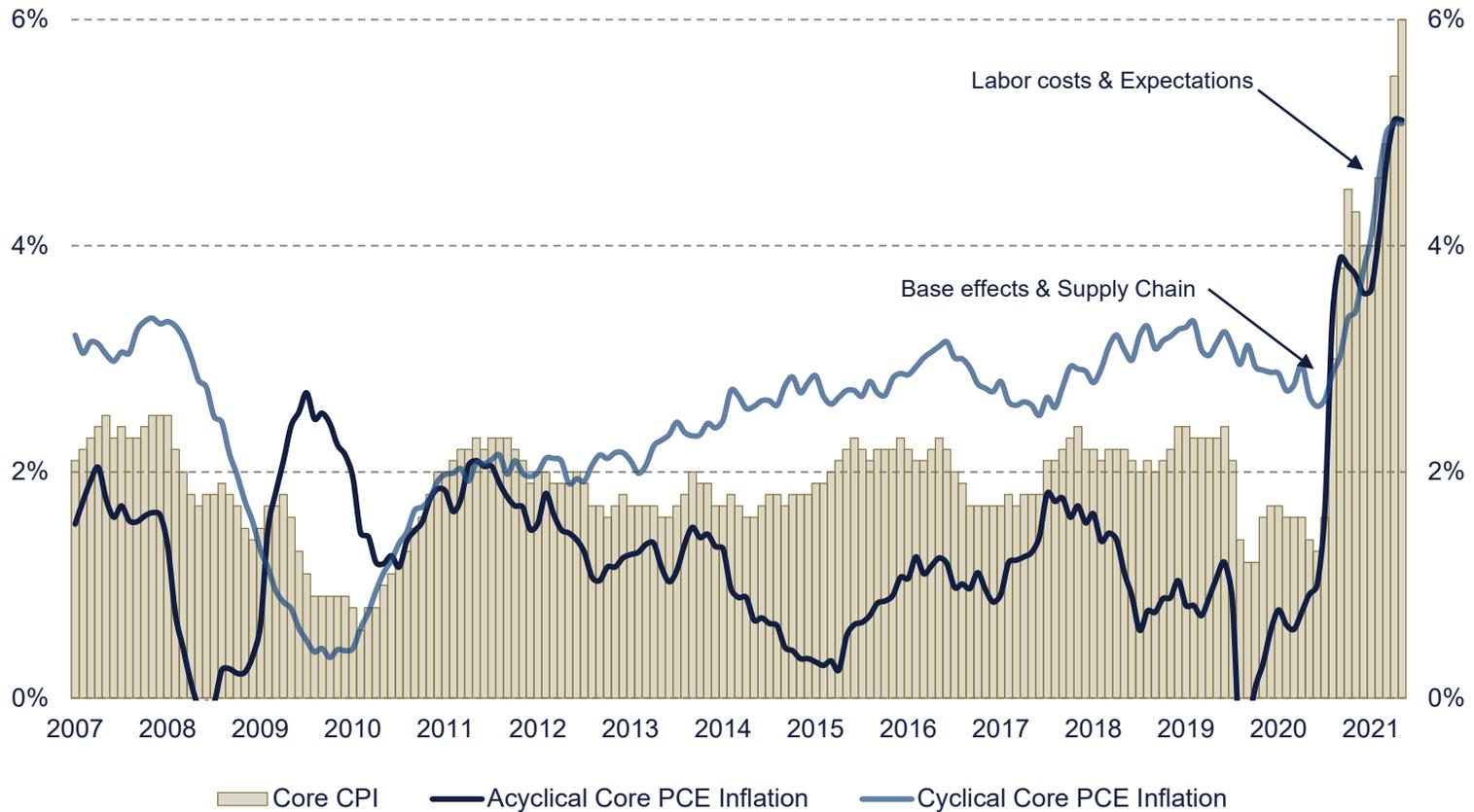
Resumen de mercados – Febrero 2022

- Durante el último mes, **la inflación no ha dado señal alguna de desaceleración**. La mayoría de los indicadores de precios (salarios, precios a la producción, etc.) han **seguido sorprendiendo al alza**. Mostrando que la inflación no **sólo está cobrando impulso, sino que también está creciendo en transversalidad**. Ya no son sólo aquellos componentes de la canasta de consumo afectados por la pandemia los que están subiendo sus precios, sino también componentes clave como vivienda y atención médica
- Habiendo errado con el diagnóstico inicial, los miembros de **la Fed andan ahora intentando encontrar cómo reaccionar de forma apropiada, y los mercados a su vez tratan de adivinar sus movimientos**. Un enfoque gradual permitiría a la Reserva Federal calibrar su respuesta en función de como vengán los datos macroeconómicos y, por lo tanto, reducir el riesgo de un aterrizaje forzoso de la economía debido a un error de política monetaria. Sin embargo, cuanto más tiempo dejen que la inflación se mantenga a niveles elevados, mayor es el riesgo de que pierdan el control de la situación
- Con buena parte de los factores causantes de la inflación fuera del control de la Fed, y una lenta transmisión de la política monetaria tanto a las decisiones de consumo como de inversión corporativa, **una subida en los tipos de interés tiene su impacto mas inmediato en el precio de los activos financieros**. Tras la corrección experimentada por las bolsas, **los precios de la vivienda parecen ser en este momento los más vulnerables**. Los inversores se enfrentan por tanto a los riesgos típicos de mitad de ciclo, cuando necesitan evaluar constantemente la duración del mismo
- Por clases de activos, vemos **valoraciones atractivas en las acciones de crecimiento y calidad, donde la corrección no ha sido proporcional al impacto que unas mayores tasas de interés** (causadas por la inflación) puedan tener en este tipo de compañías. Muchas de ellas tienen un posicionamiento competitivo único que les permite trasladar las subidas de precios a sus clientes, compensando con ello en gran medida el impacto en las valoraciones

Política de inversión

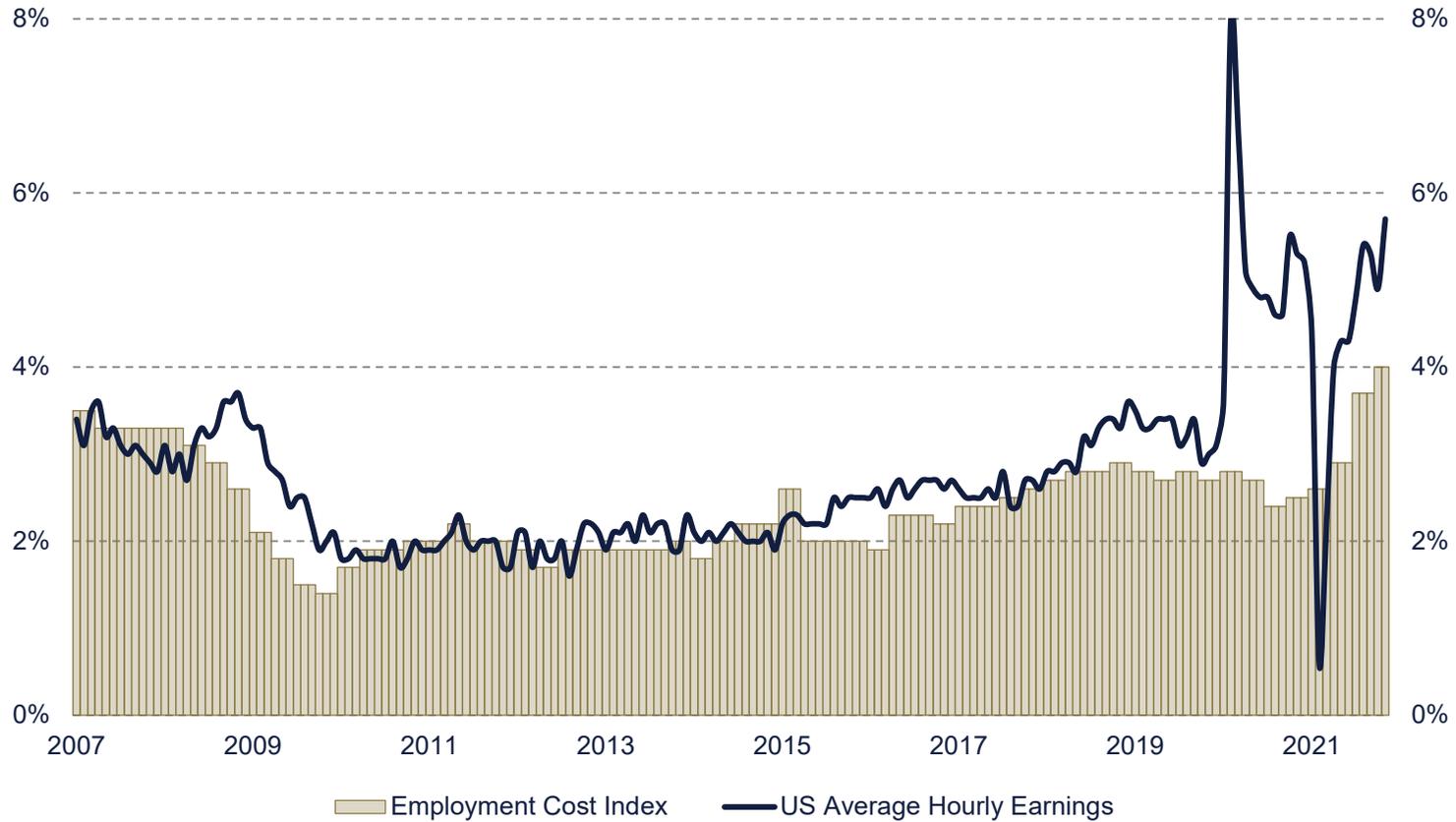
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Con los tipos de interés anclados en los actuales niveles, y unos diferenciales de crédito que se han estrechado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

La inflación se acelera



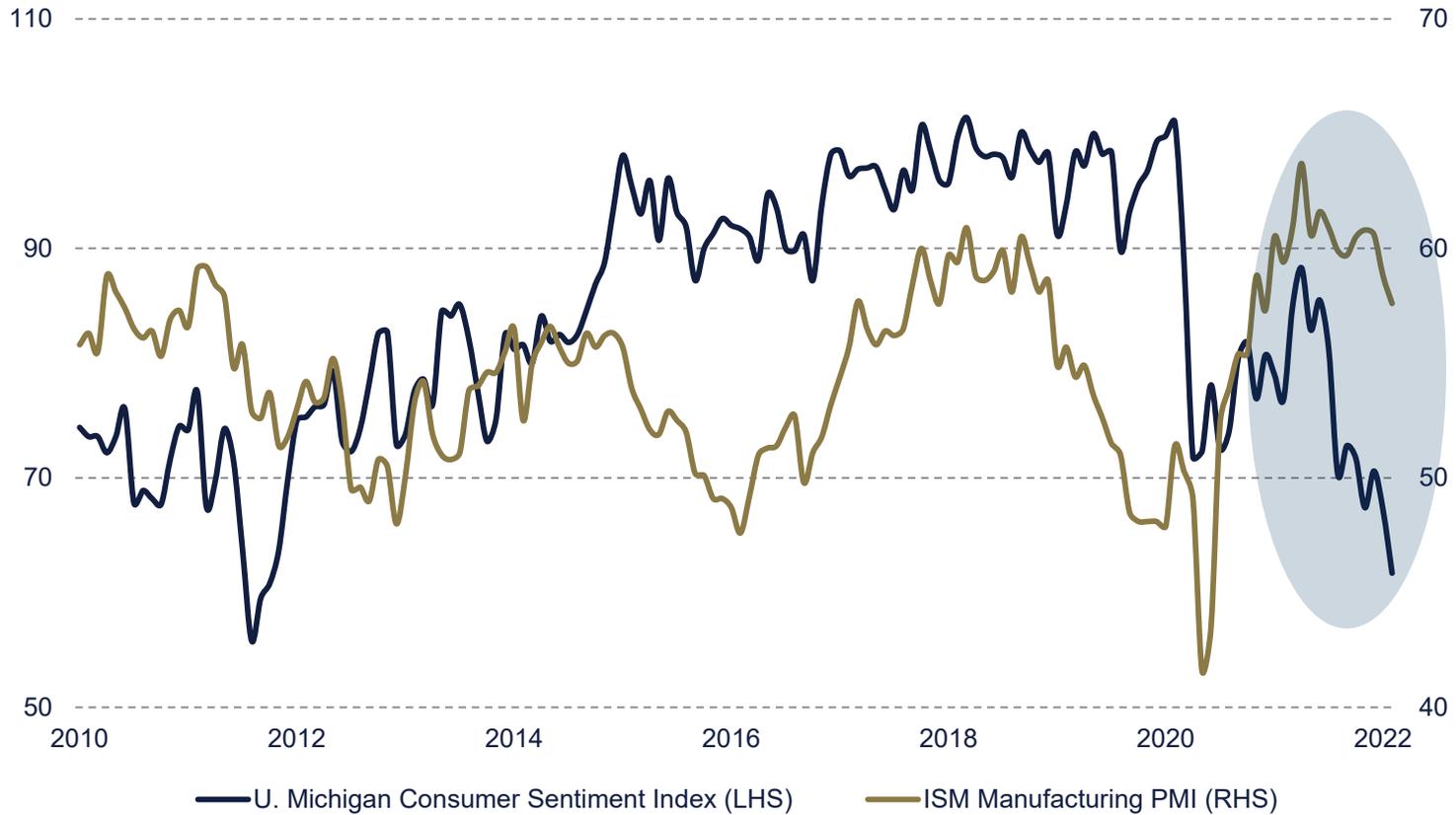
- Contrariamente a lo esperado, **la inflación sigue acelerándose** en lugar de volver a la tendencia previa a la pandemia
- No solo todas las métricas de inflación siguen sorprendiendo al alza, sino que también vemos como **el alza de precios se esta trasladando a la mayoría de los artículos** que componen la cesta consumo

La curva de Phillips no está muerta



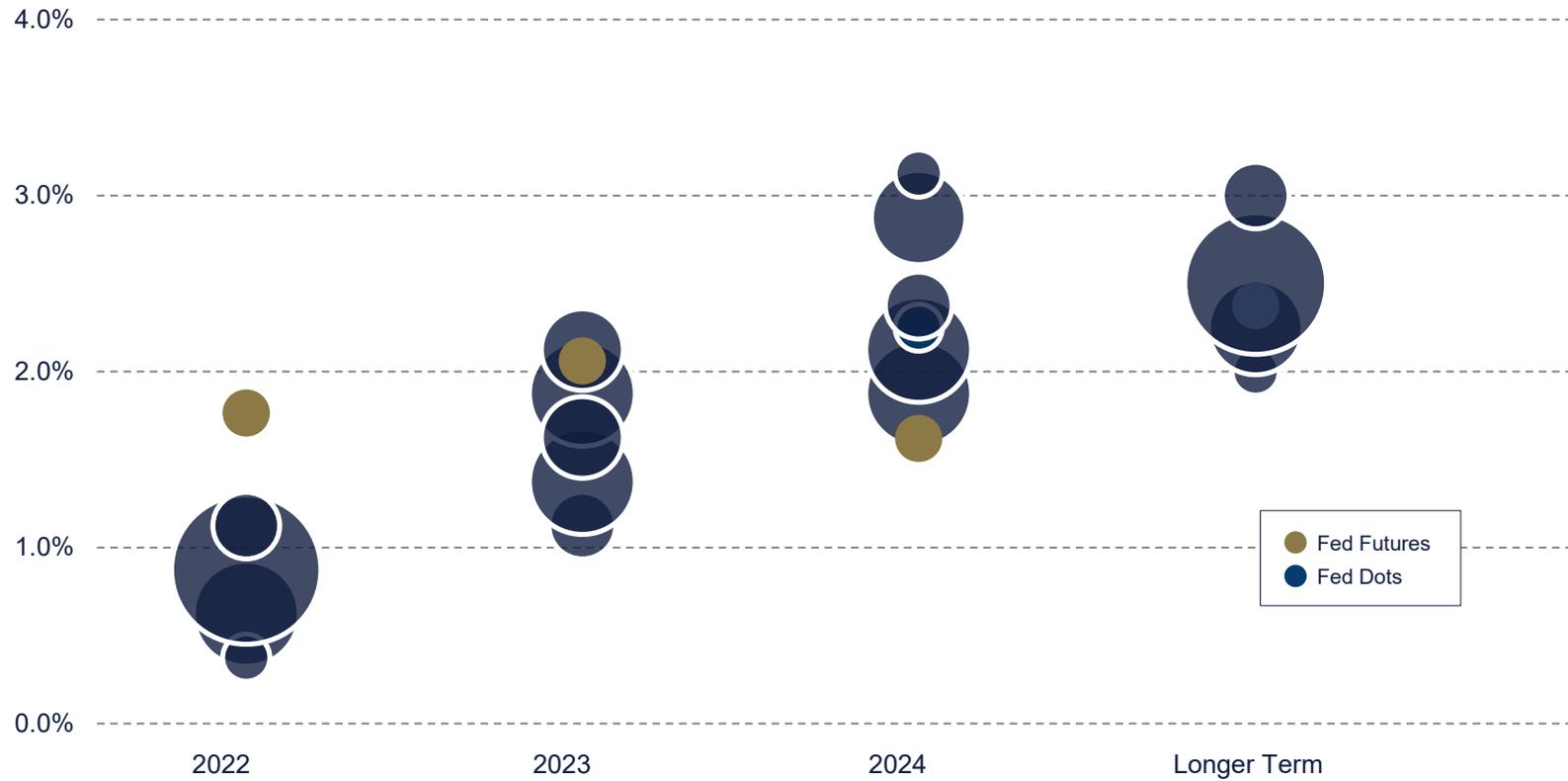
• Al contrario de lo que ocurrió durante el último ciclo económico, cuando el desempleo alcanzó mínimos históricos sin desencadenar presiones salariales, ahora **asistimos a un claro repunte de los costes laborales**

La cura para precios altos son... precios altos



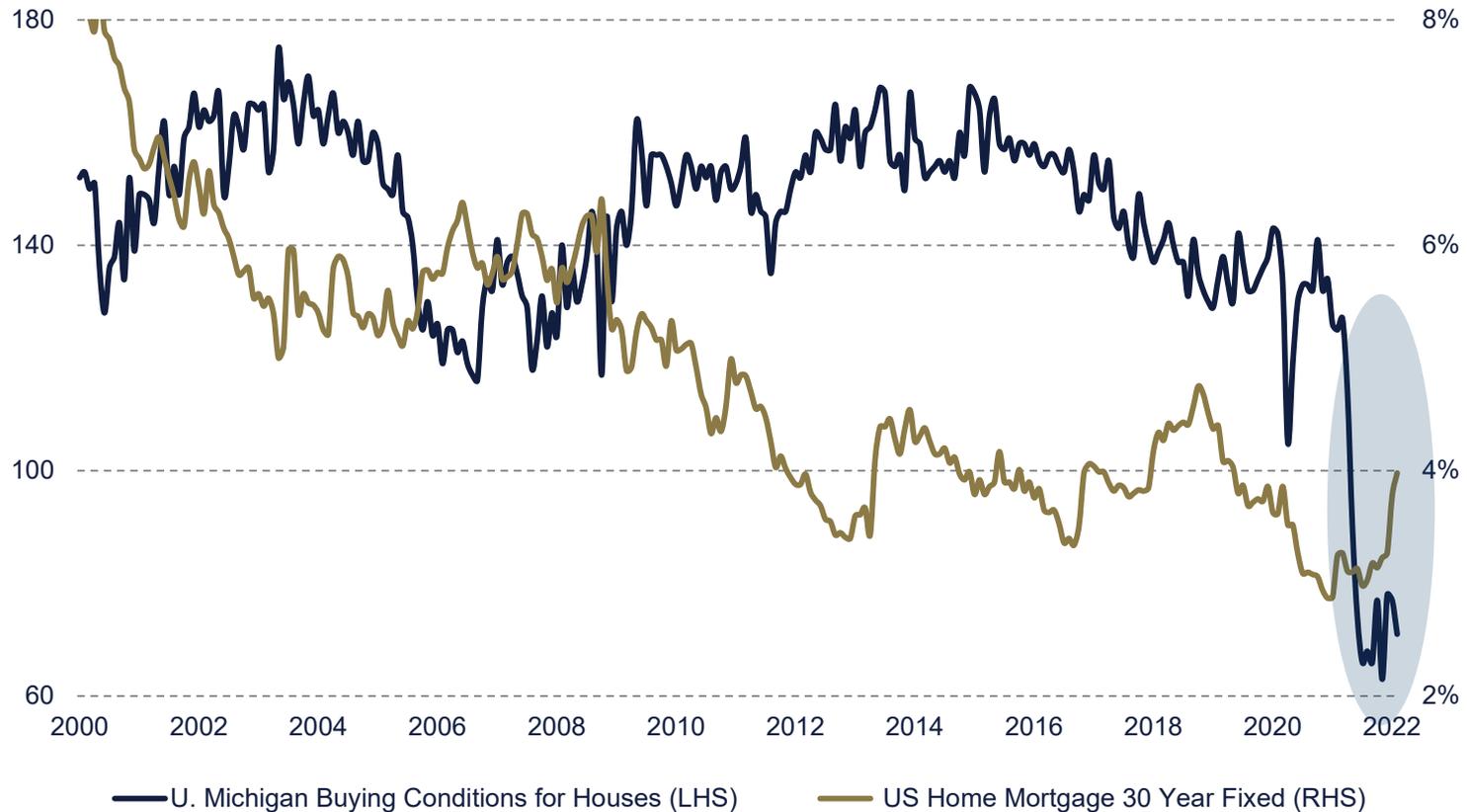
- La pandemia ha causado un **trasvase de consumo desde servicios a bienes duraderos**, que combinado con los estímulos fiscales y los cuellos de botella en la cadena de suministros han prendido la mecha de la inflación
- **Los precios al consumidor han estado subiendo en mayor medida que los ingresos disponibles de los hogares**, y pueden provocar una desaceleración en el consumo. Algo que podría venir acompañado de un exceso de inventarios

Una dura elección para la Fed



- Tras haber **tardado en reconocer el problema**, la Fed tiene ahora una gran presión para actuar frente a la inflación; un tema que también se está volviendo cada vez más importante desde el punto de vista de política interna
- Sin embargo, **el último ciclo de subidas de tipos es un buen recordatorio** de cuántas subidas de tasas puede absorber la economía sin que esta llegue a ralentizarse

El endurecimiento de la política monetaria ha comenzado



- El canal de **transmisión de la política monetaria** más rápido y efectivo suele ser a través de los **precios de los activos**
- Ya hemos presenciado un **efecto riqueza negativo causado por correcciones en los mercados financieros** y, a juzgar por el repunte de las tasas hipotecarias y la disminución de la asequibilidad, **el próximo ajuste puede provenir del mercado de la vivienda**

La probabilidad de recesión ya no es cero



- El mercado sigue de cerca los **movimientos de la Fed**, y si estos pueden aumentar la **probabilidad de una desaceleración económica**
- A juzgar por los diferenciales de crédito y por la forma de la curva de tipos, **claramente nos estamos adentrando en la mitad del ciclo**. Esto significa que los inversores deben evaluar constantemente la solidez de la economía, y que los mercados son más vulnerables a las correcciones

La valoraciones de la renta variable permanecen atractivas



- Un **aumento relativamente modesto de los tipos de interés ha provocado una gran corrección en las bolsas**; todo ello mientras los beneficios empresariales han continuado aumentando en el último trimestre
- Como resultado, **las valoraciones se han abaratado drásticamente**, lo que hace que las acciones continúen siendo atractivas en términos relativos; a pesar del aumento en las rentabilidades de los bonos

Un ajuste desproporcionado



- El mercado ha castigado muy duramente a las empresas que exhiben altas tasas de crecimiento. A pesar de que muchas de estas empresas tienen una **ventaja competitiva que les permite trasladar las subidas de precios a sus clientes**; compensando con ello en gran medida el impacto en las valoraciones
- Además, la corrección parece ignorar todo el progreso realizado durante los últimos años. Como ejemplo, basta ver la acción de Zoom, cuyos ingresos se han multiplicado por un factor de 5, mientras la acción cotiza a niveles pre-pandemia

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 aumenta 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%	30%

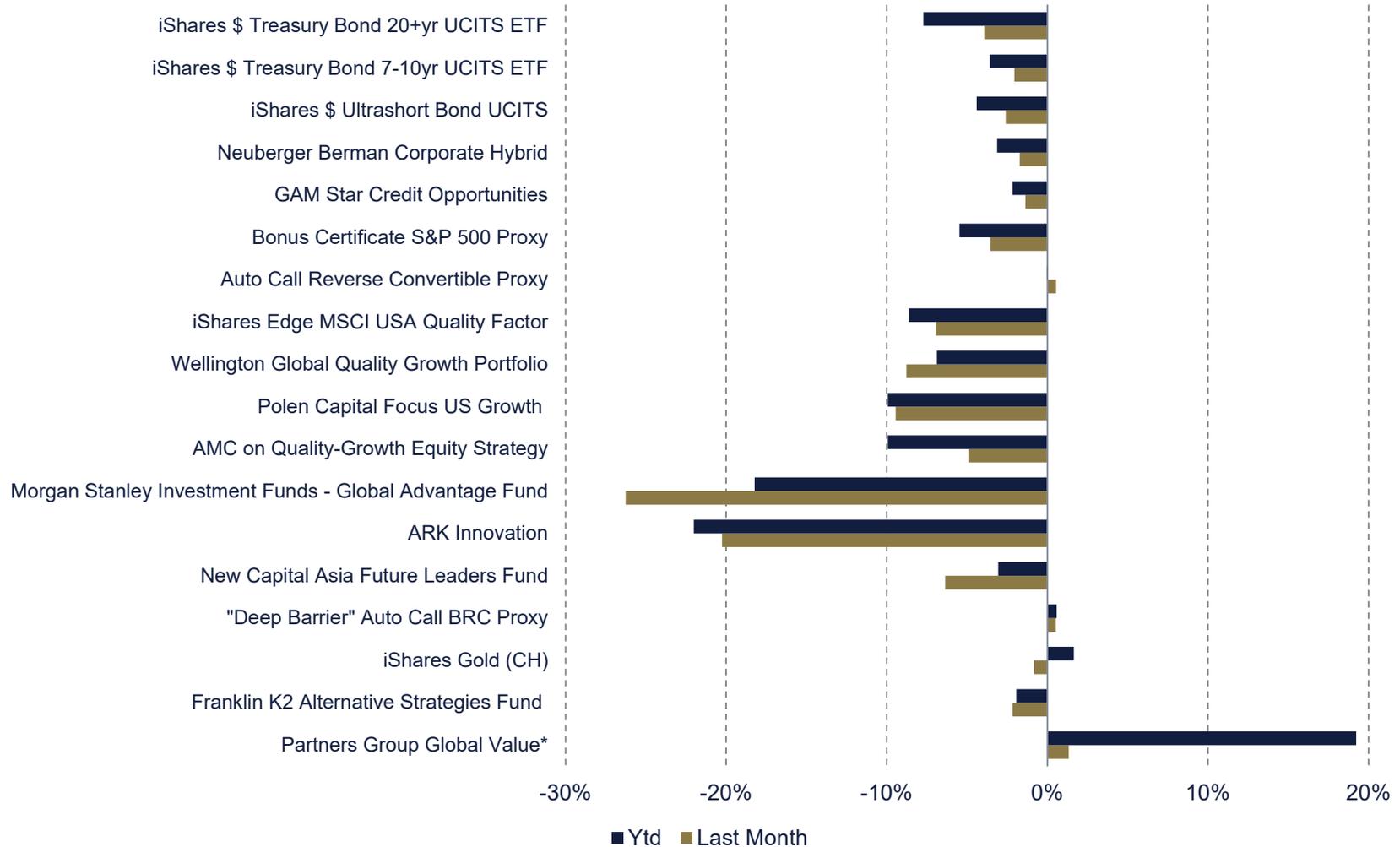
Catalizadores a corto plazo

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.),

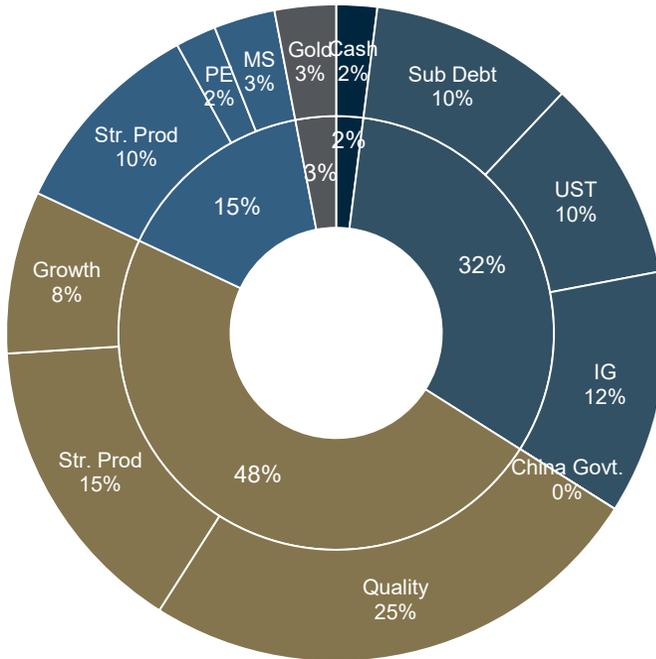
Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg, a 9 de febrero de 2022
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



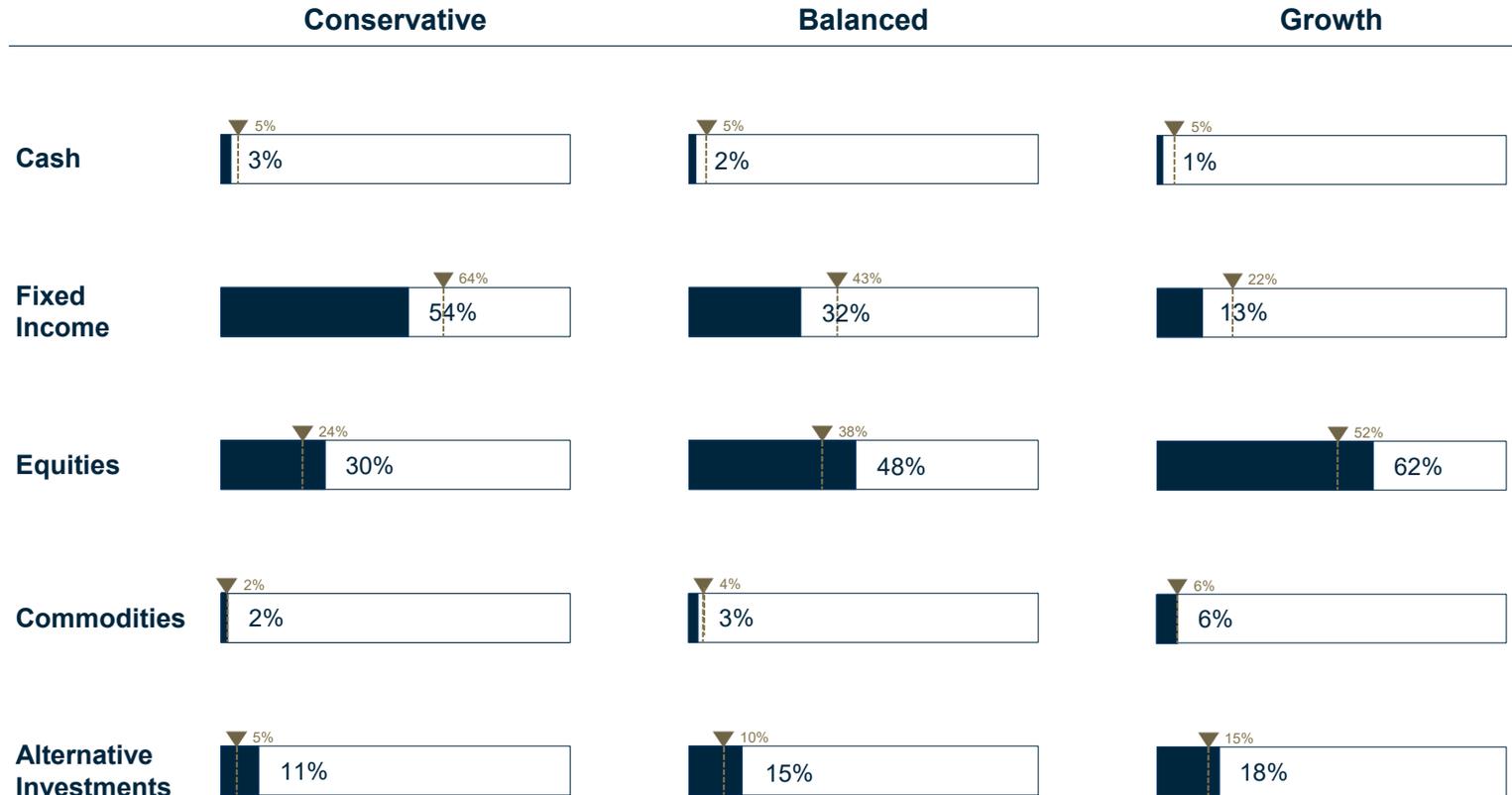
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



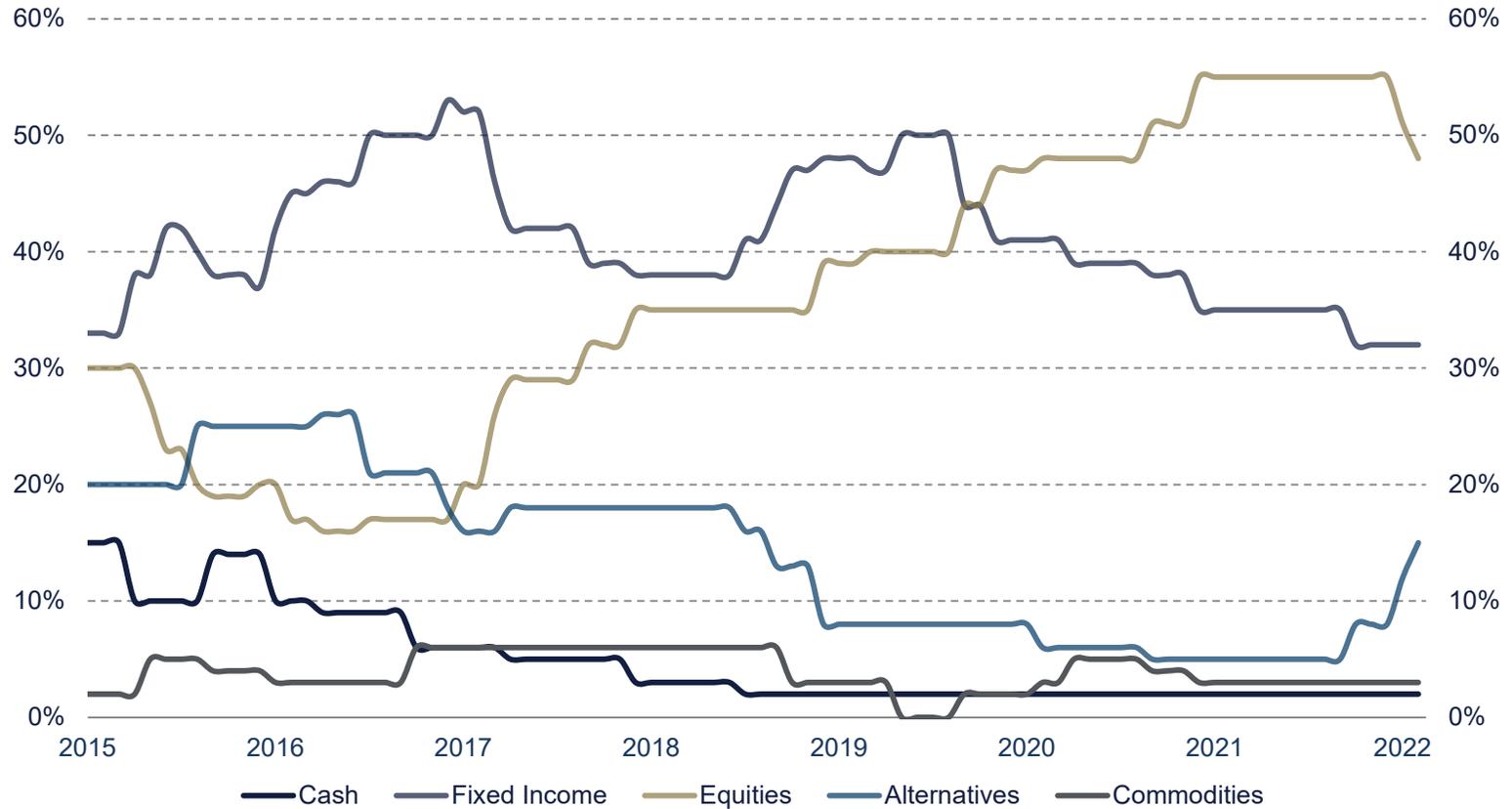
■ USD

Perfiles de inversión Boreal

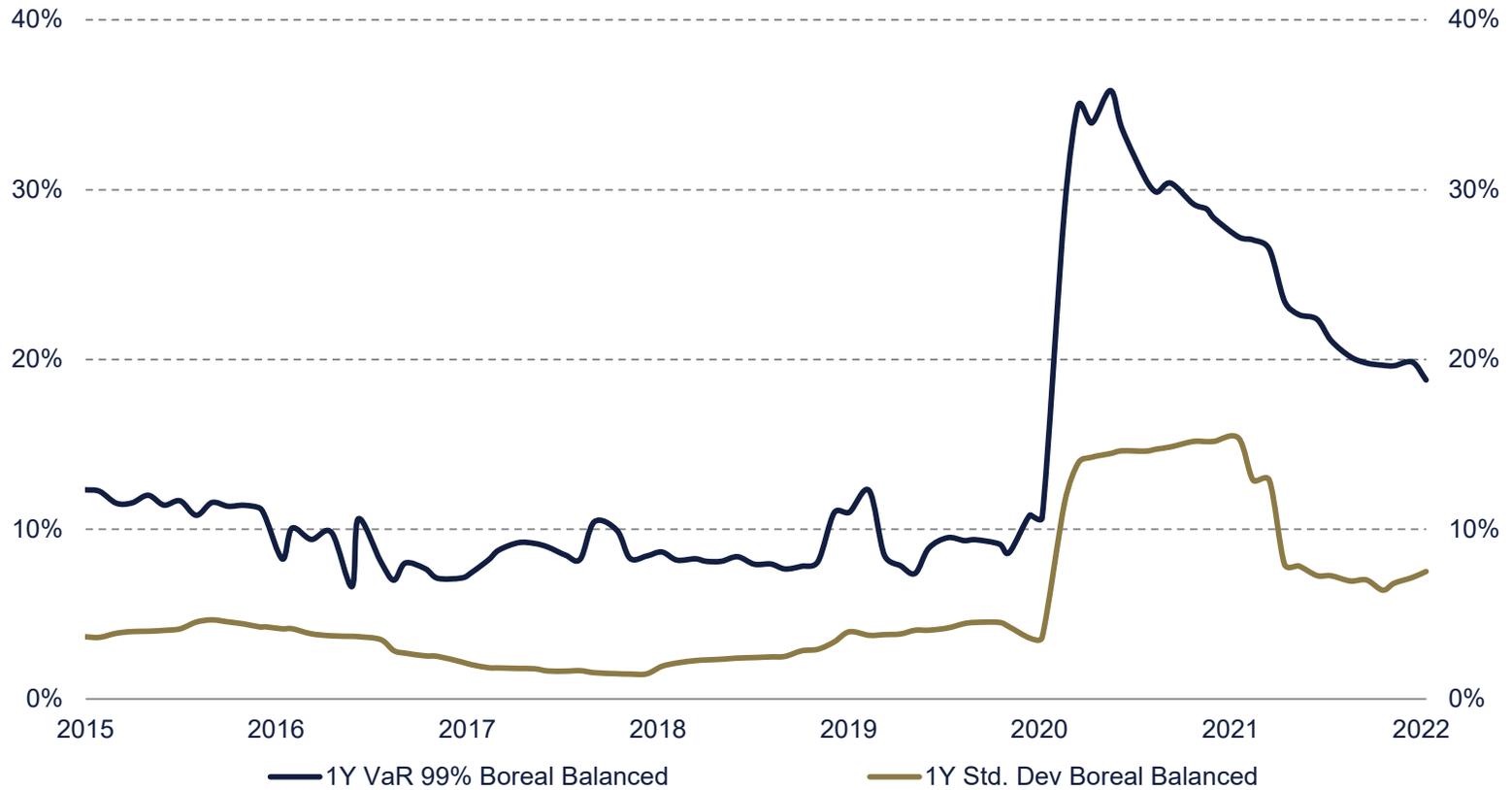


▼ Strategic Asset Allocation

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

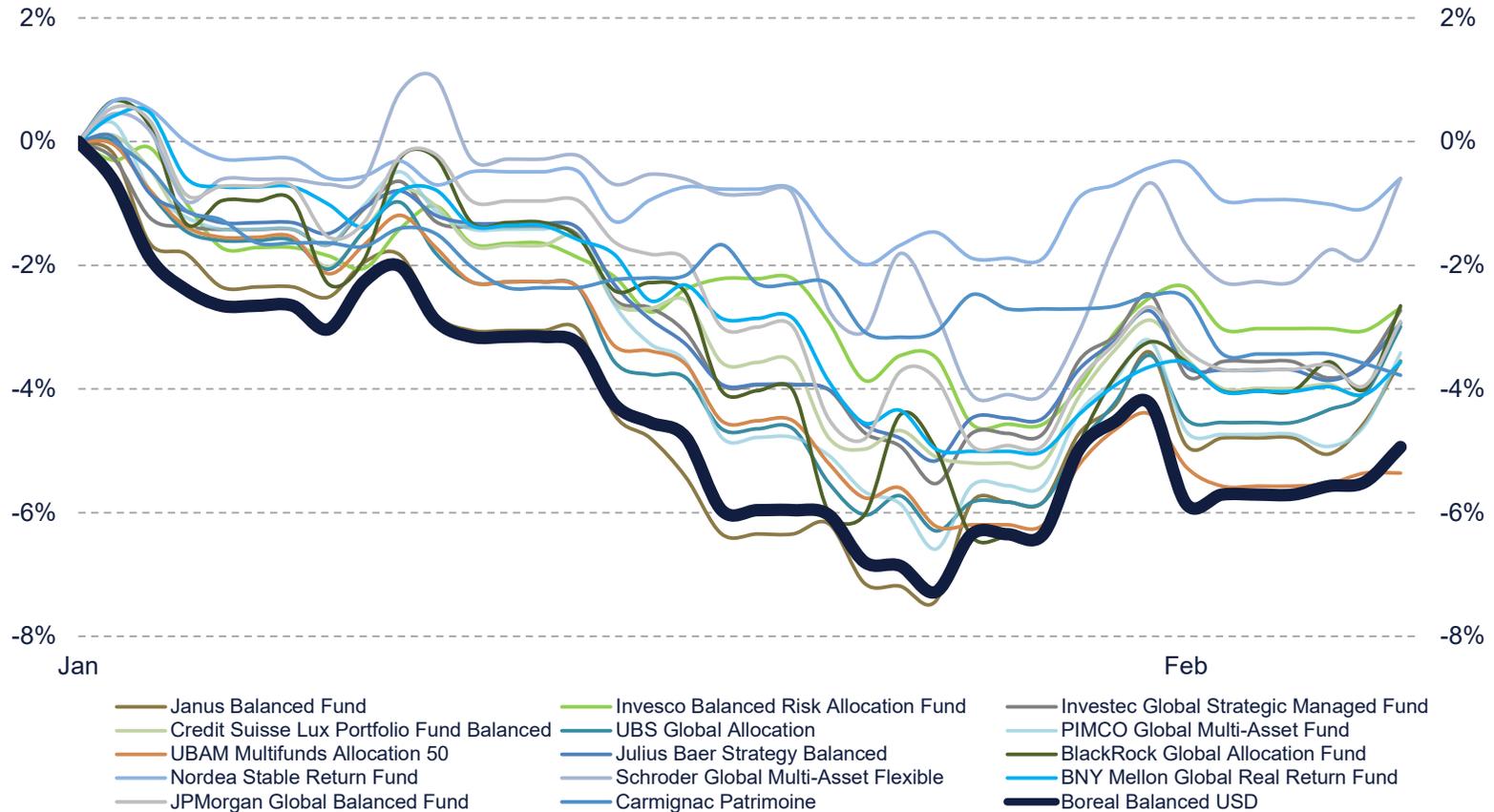


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 9 de febrero de 2022
Fuente: Bloomberg

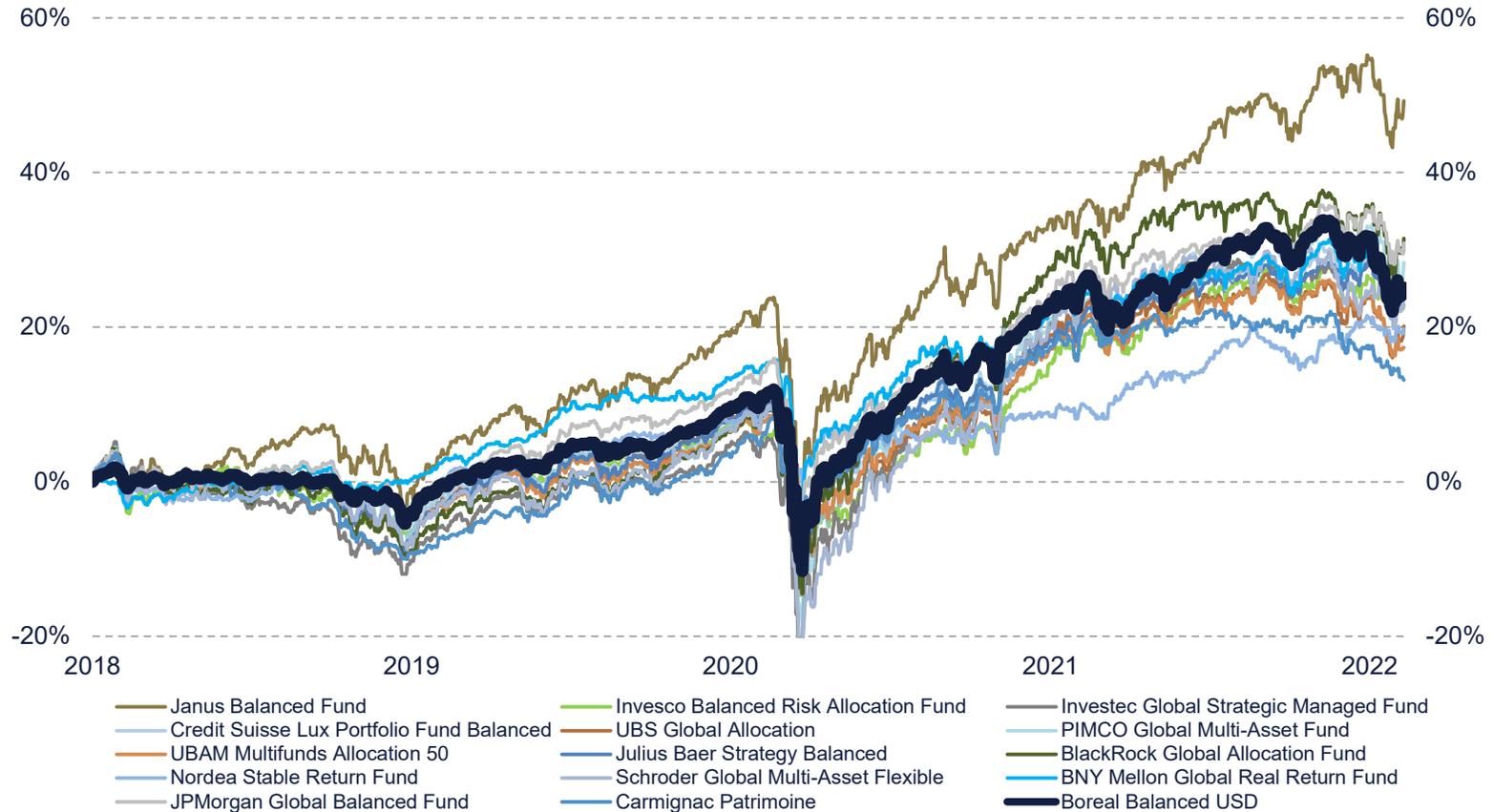
Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (1)



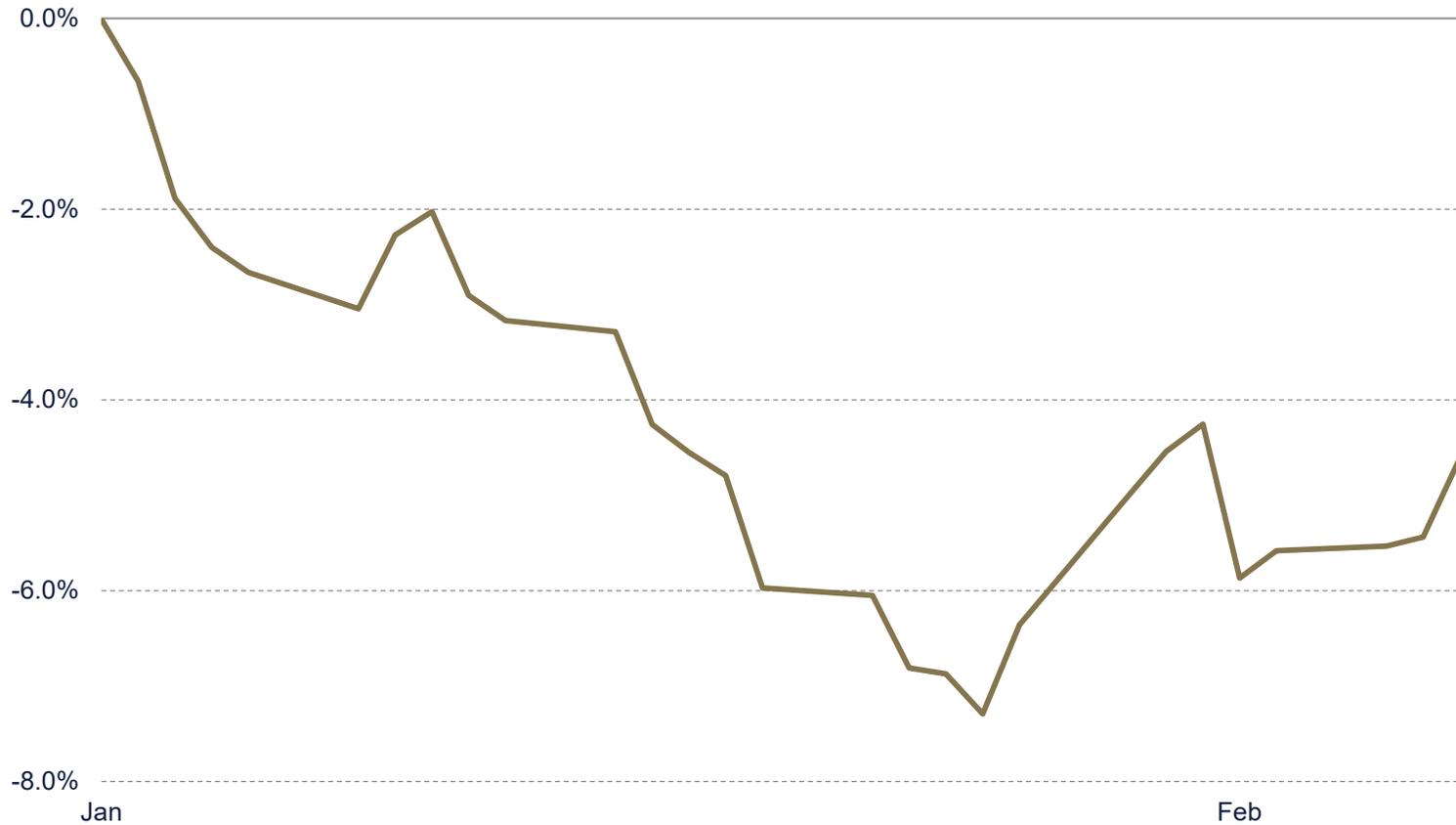
- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **14º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **8º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **7º de 15**
- **Sharpe Ratio** (1 año¹): **14º de 15**

¹ A 9 de febrero de 2022
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (2)



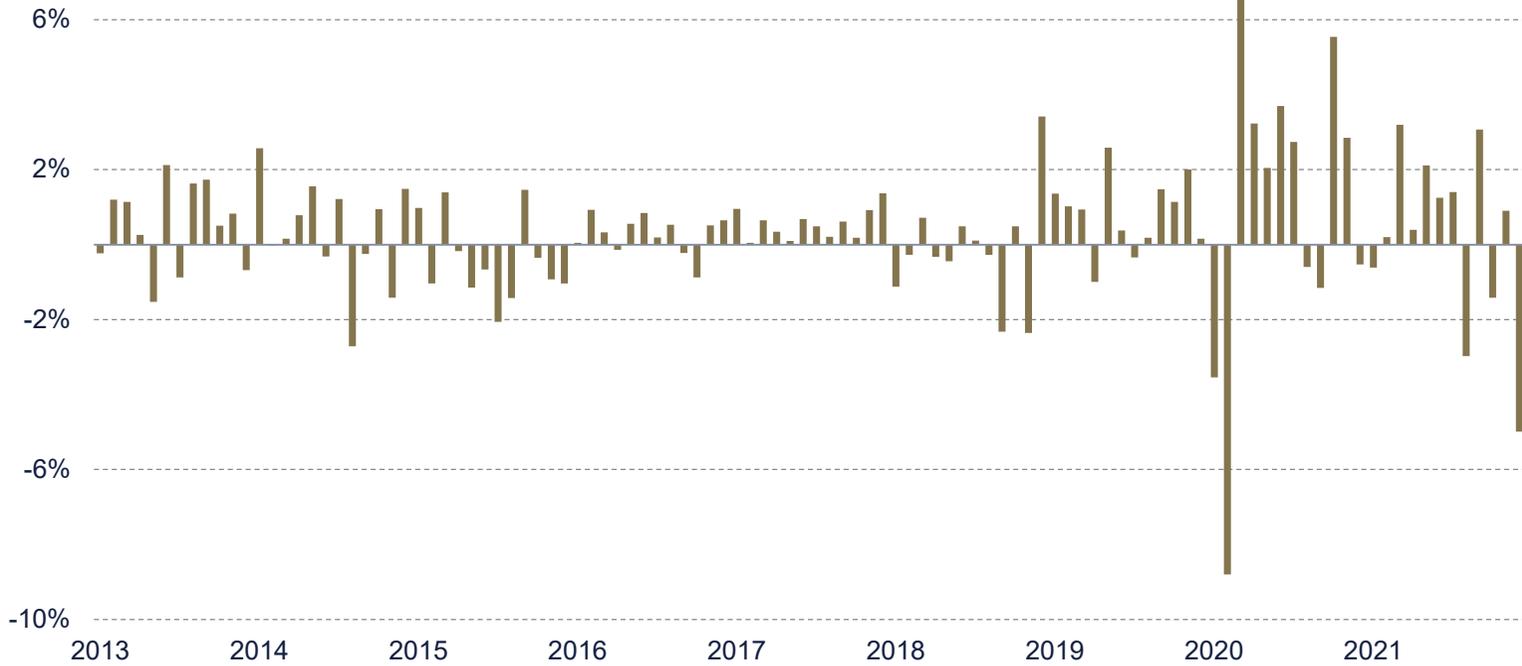
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **-4.61%**
- **Desviación estándar** (en el año¹): **11.75%**
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **8.02%**
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **n/a**

¹ A 9 de febrero de 2022

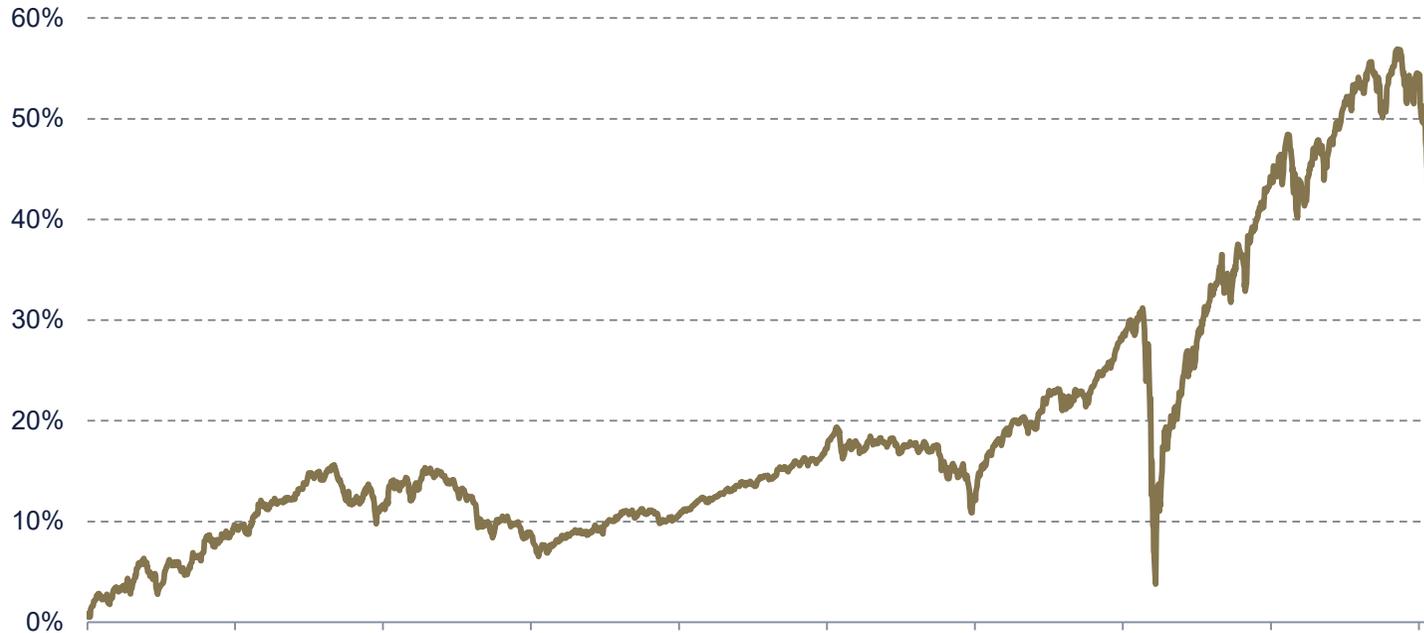
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta** (1 año¹): **-1.09%**
- **Rentabilidad absoluta** (3 años¹): **25.71%**
- **Rentabilidad absoluta** (Desde enero 2013¹): **47.59%**

¹ A 9 de febrero 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%	-4.61%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.18%	6.96%	11.75%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	n/a	0.62	3.57	n/a	3.49	0.87	1.04	n/a

Annualized Return: 4.34%
 Annualized Std. Dev: 6.34%

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.