

Política de inversión

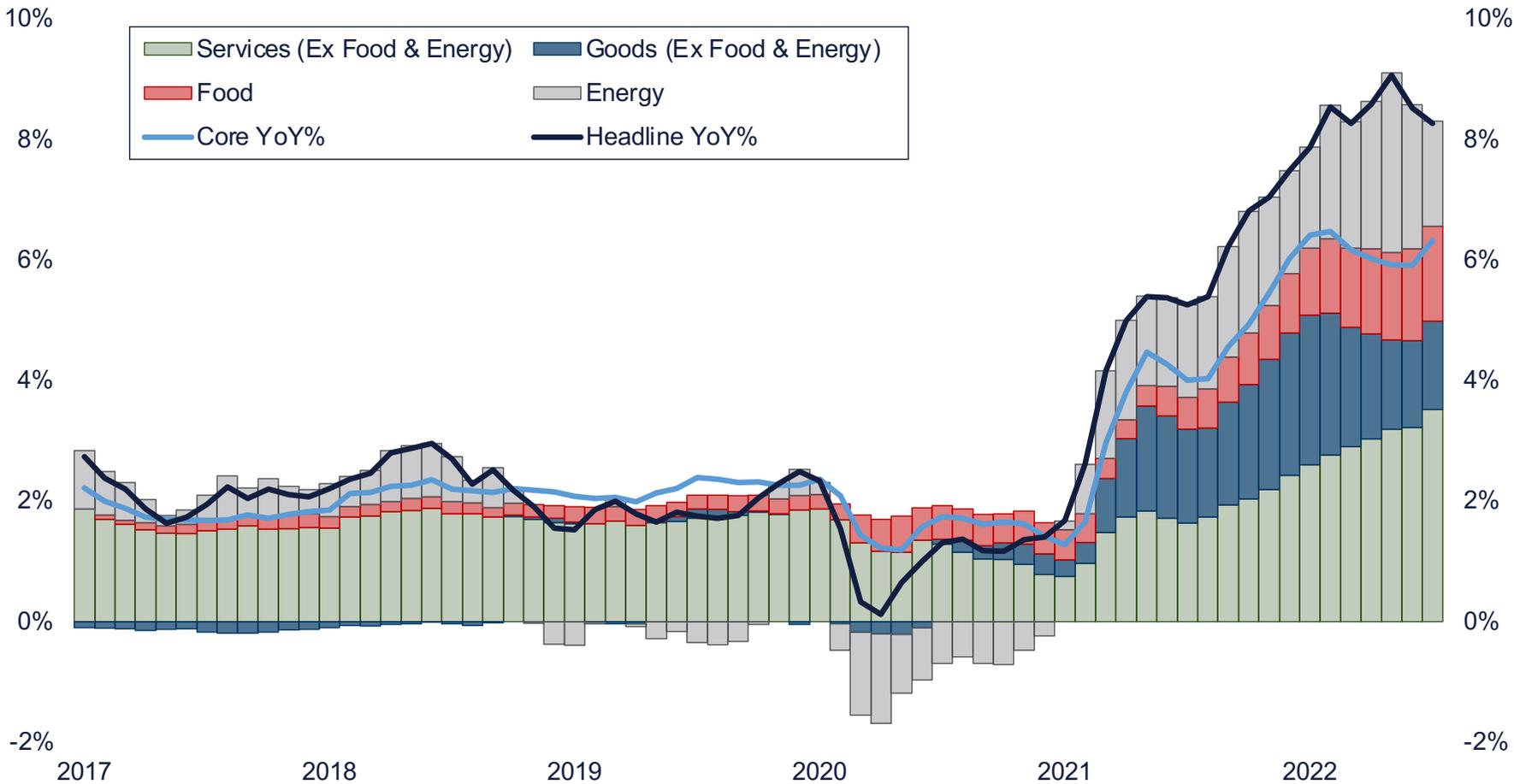
Septiembre 2022

Resumen de mercados – Septiembre 2022

- **La inflación sigue dominando la dinámica del mercado.** Por cada mes que pasa sin que baje la inflación se incrementa la **presión sobre los bancos centrales** y, con ello, **aumentan las posibilidades de una recesión**. Tras el respiro del mes de julio, el dato de inflación de agosto fue muy decepcionante. La inflación apenas se redujo, mientras que la subyacente aumentó de manera significativa
- Un análisis detallado de los componentes del índice de precios muestra que estamos inmersos en **incrementos de precios de segunda ronda**. Estos se producen cuando los agentes económicos trasladan los efectos directos e indirectos de la primera ola de aumentos de precios (causada por las restricciones en la oferta por la pandemia) a **salarios y servicios**
- Los **problemas en la cadena de suministros están progresivamente normalizándose** y los precios de las **materias primas están retrocediendo**. Si a lo anterior sumamos un más que probable enfriamiento de la economía, **una espiral de salarios y precios parece muy poco probable**. La inflación ahora es principalmente un **problema del lado de la demanda**, algo que los **bancos centrales pueden controlar mucho mejor**. La fuerte subida en los costes de financiación deprime el consumo y la inversión. Todo ello afecta a la rentabilidad empresarial, lo que conduce a reestructuraciones y pérdidas de puestos de trabajo
- Los inversores están viendo una especie de **choque de trenes en cámara lenta**, cuyas consecuencias son difíciles de prever. Los **mercados públicos han ajustado sus valoraciones** a la nueva realidad, mientras que **los mercados privados muestran un claro retraso**. El más destacado es el **mercado de la vivienda**, el cual exhibió un comportamiento parabólico durante la pandemia. Un desplome similar al de 2008 parece improbable, ya que esta vez los hogares están mucho menos endeudados. Por el contrario, las empresas y los gobiernos se han endeudado mucho durante la última década y sus balances parecen ahora más vulnerables
- La bolsa y la deuda corporativa han corregido drásticamente, a pesar de que la rentabilidad de las empresas ha seguido aumentando. Por lo tanto, las **bajas valoraciones** actuales tienen necesariamente que reflejar **no sólo unos tipos de interés más altos, sino también una bajada en beneficios** a medida que la economía se desacelere. En este contexto, recomendamos **seguir evitando negocios cíclicos y altamente apalancados, y centrarse en su lugar en empresas defensivas con poca deuda**

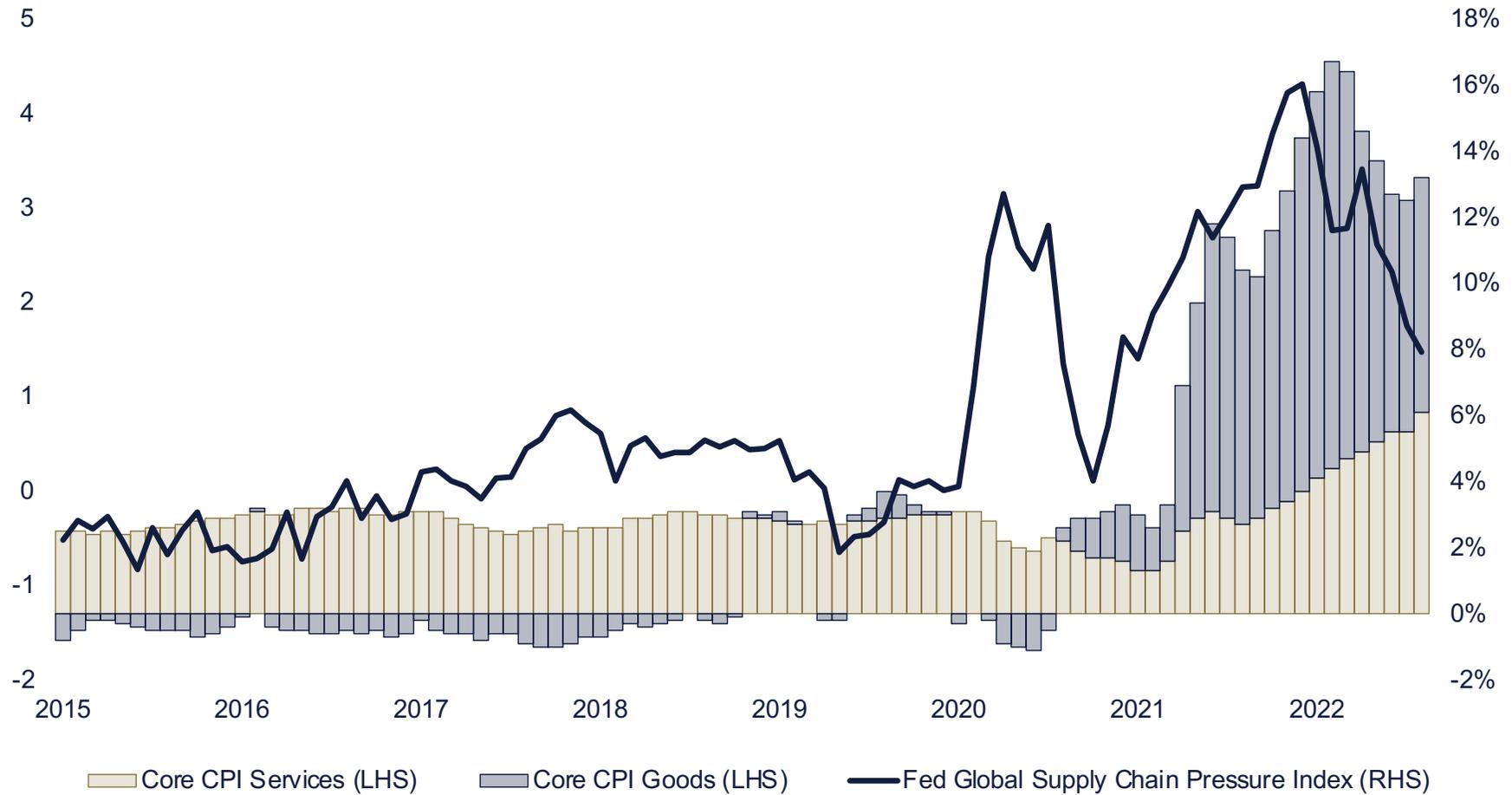
| | Clase de activo | Posicionamiento | Justificación |
|---------------------------------|---------------------|-----------------|---|
| Renta Fija | Investment Grade US | + | Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Dados los riesgos macroeconómicos binarios a los que nos enfrentamos (estancamiento frente a recesión), favorecemos los TIPS y bonos a corto plazo |
| | Crédito US | = | Las perspectivas de una ralentización económica provocada por el aumento de los tipos de interés y la inflación han hecho subir los diferenciales de crédito, de modo que las rentabilidades empiezan a compensar el riesgo asumido |
| | Investment Grade 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 | = | Al igual que ocurre con el crédito (pero desde una base más baja) la subida en los diferenciales de crédito hace que el crédito europeo vuelva a ser invertible |
| | Emergentes | - | El atractivo de la deuda de los mercados emergentes ha mejorado, pero suele tener un rendimiento inferior en un entorno de fortaleza del dólar |
| Renta Variable | US | + | Tras la dramática corrección experimentada, las valoraciones de renta variable americana han mejorado. Mantenemos por tanto nuestra exposición al mercado de EE. UU. a través de empresas de calidad /crecimiento |
| | Europa | = | La economía europea ha salido de la pandemia más rápido y más fuerte de lo que muchos esperaban. Sin embargo, el continente está más expuesto a la disputa con Rusia |
| | Asia | = | Recomendamos invertir de forma selectiva en la región |
| | Emergentes | - | Los mercados emergentes tienden a ser más cíclicas, y hay menos acciones de calidad. Las sanciones de Rusia y la presión regulatoria en China han aumentado la prima de riesgo |
| | Sectores/ Temáticos | + | Para complementar nuestra asignación "core" a renta variable, favorecemos acciones del sector de salud y aquellas que pagan dividendos sostenibles |
| 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 | = | Los precios de las materias primas han subido como consecuencia de la inflación, así como por la guerra en Ucrania. No esperamos que estos niveles sean sostenibles a largo plazo |
| | Private Equity | = | Invertir en las últimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos, aportando cierta liquidez |

Efectos de segunda ronda



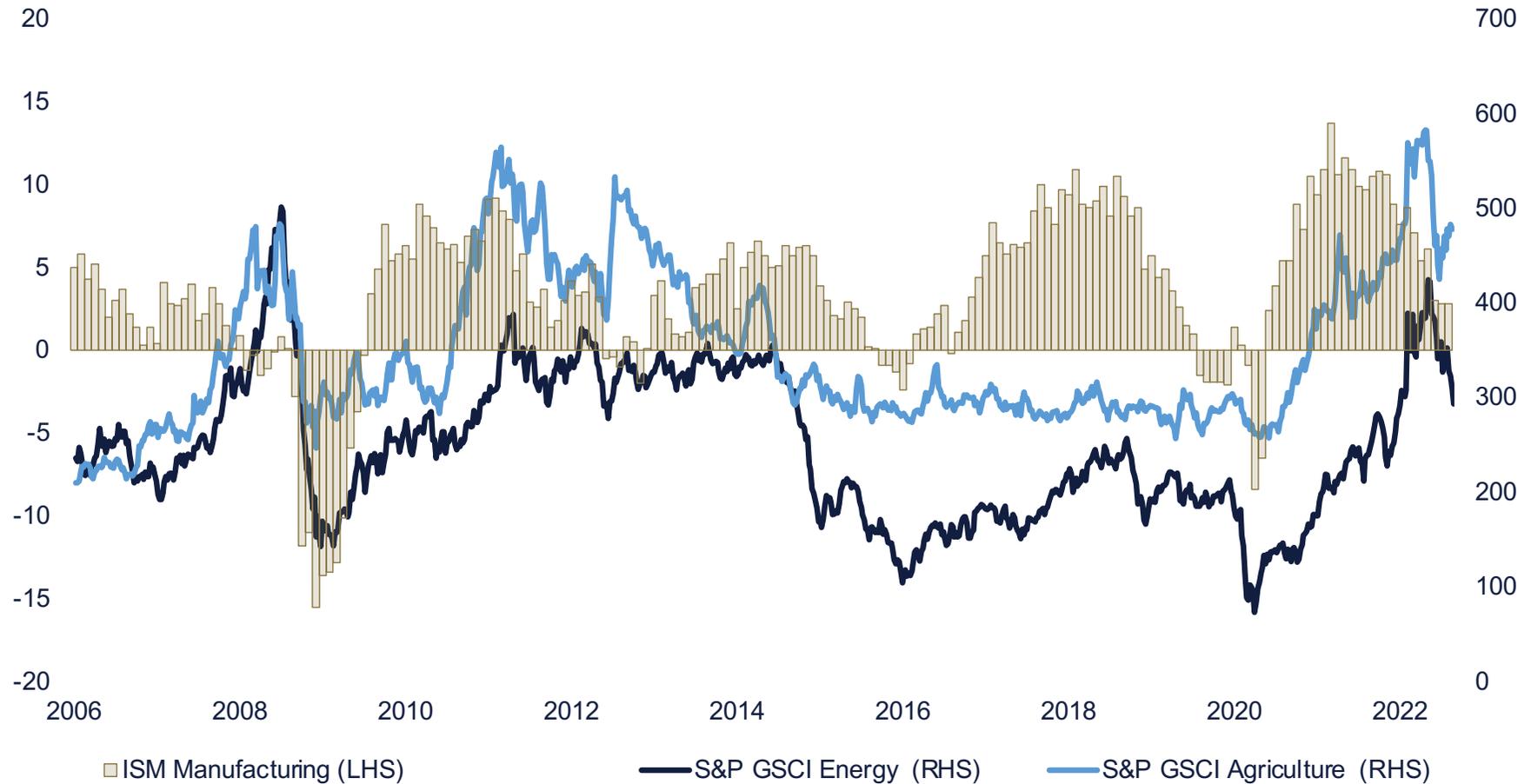
- Las cifras de inflación de agosto fueron muy decepcionantes, ya que **el IPC cayó menos de lo esperado, mientras que la inflación subyacente (excluidos alimentos y energía) aumentó**
- Esto ocurre porque **las subidas de precios se han generalizado** y ahora están presentes en los componentes más estables de la cesta de precios, mientras que los más volátiles han comenzado a caer

Traslado de bienes a servicios



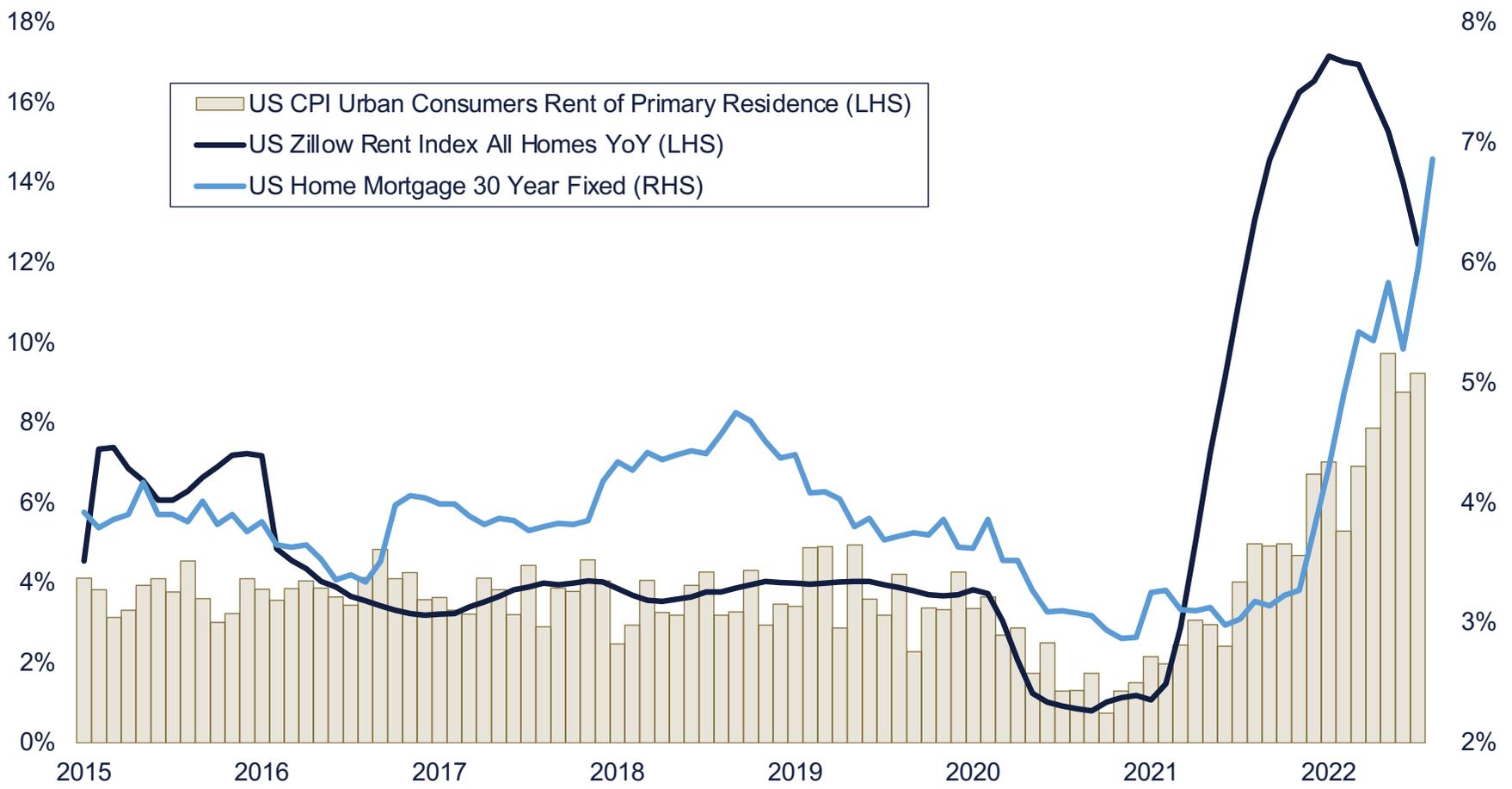
- La inflación se originó como resultado de que la economía salió de la pandemia con más fuerza de lo esperado, con una **demanda robusta (debido a los ahorros acumulados) que superaba a una oferta limitada**
- A medida que las restricciones en la cadena de suministros continúan resolviéndose, el **traslado del consumo de bienes al consumo de servicios** ha movido también el epicentro de la inflación

Adiós al “super-ciclo” en las materias primas



• Los mercados de materias primas, que se habían disparado desde el comienzo de la guerra en Ucrania, están comenzando a corregir en anticipación de una más que probable desaceleración de la economía

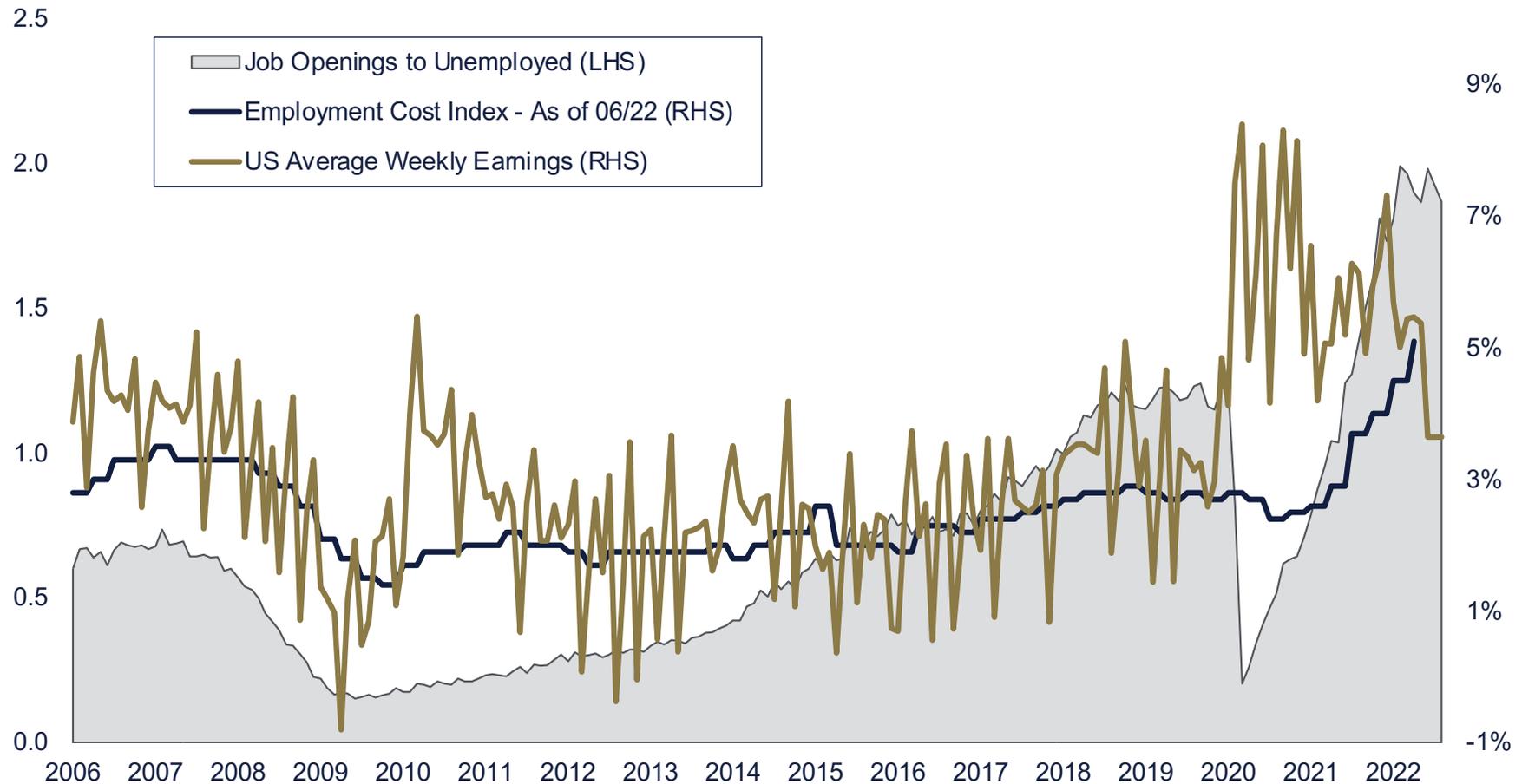
El mercado de la vivienda al borde de una corrección



- La **vivienda** (alquiler y renta equivalente) representa aproximadamente **un tercio de la cesta de precios**
- Contrariamente a la inflación del lado de la oferta, al aumentar los tipos de interés, **la Fed sí que puede enfriar el mercado de la vivienda**. Comenzamos a ver algunos indicios de lo primero, con la caída de los alquileres, la construcción de viviendas, y (por primera vez en una década) los precios de la vivienda

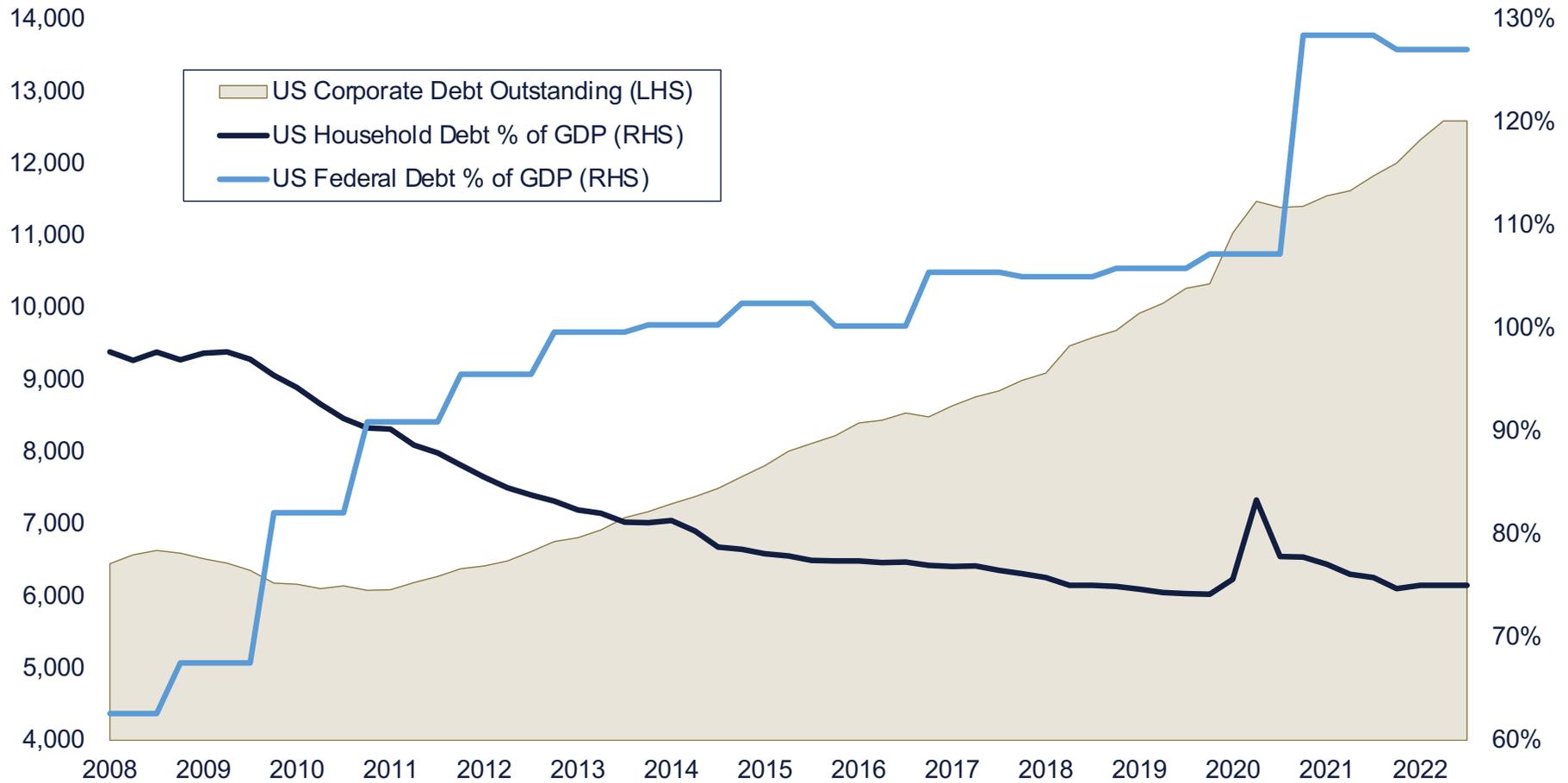
Fuente: Bloomberg

Primeros signos de normalización del mercado laboral



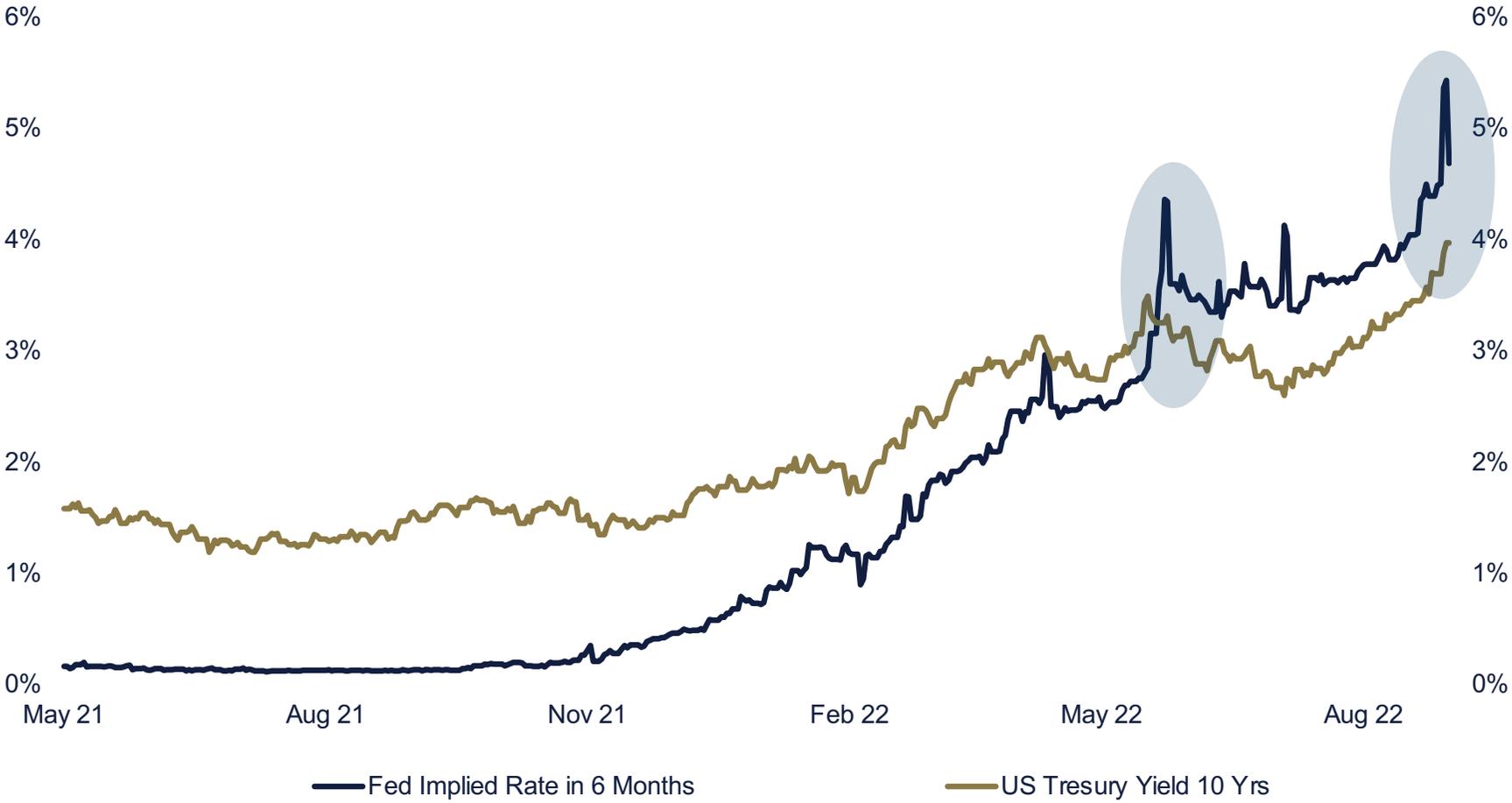
- La inflación de segunda ronda puede verse claramente en el mercado laboral. Dada la escasez de trabajadores, **los salarios han podido aumentar en respuesta a la subida de precios**
- Además del aumento de los costes laborales, unos tipos de interés más altos conllevan mayores costes de financiación. **Si la demanda se enfría, esto debería traducirse en reestructuraciones empresariales y aumento del desempleo.** Esto último se empieza a ver en algunos sectores como el tecnológico (Tesla, Netflix, Snap, Meta, etc.)

Prepararse para el impacto



- Es casi seguro que la economía se va a desacelerar. Esto plantea la pregunta de **qué tipo de recesión podríamos experimentar**
- Los **hogares se han desapalancado masivamente** desde la crisis financiera y el **sistema bancario está mucho más capitalizado**. Por el contrario, las **empresas y los gobiernos están más endeudados**

Recesión vs. estanflación



- Cada dato de inflación decepcionante, obliga a la Reserva Federal a subir los tipos de interés y aumenta con ello el espectro de una recesión
- Sin embargo, los **movimientos recientes en la curva de tipos parecen indicar que el mercado se está volviendo cada vez más escéptico** acerca de una bajada de la inflación; incluso en el caso de una desaceleración de la economía

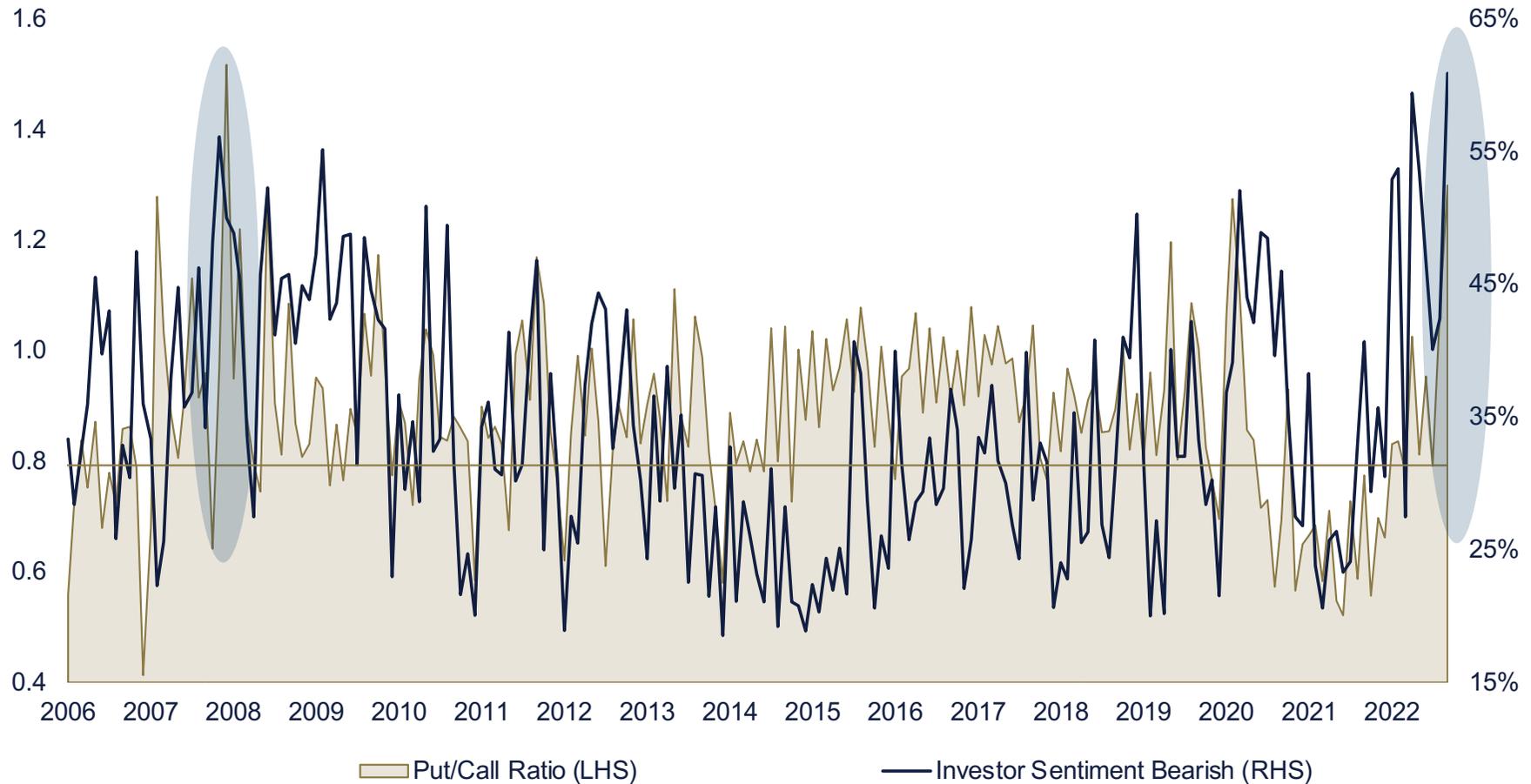
Fuente: Bloomberg

Tumulto en el mercado de divisas



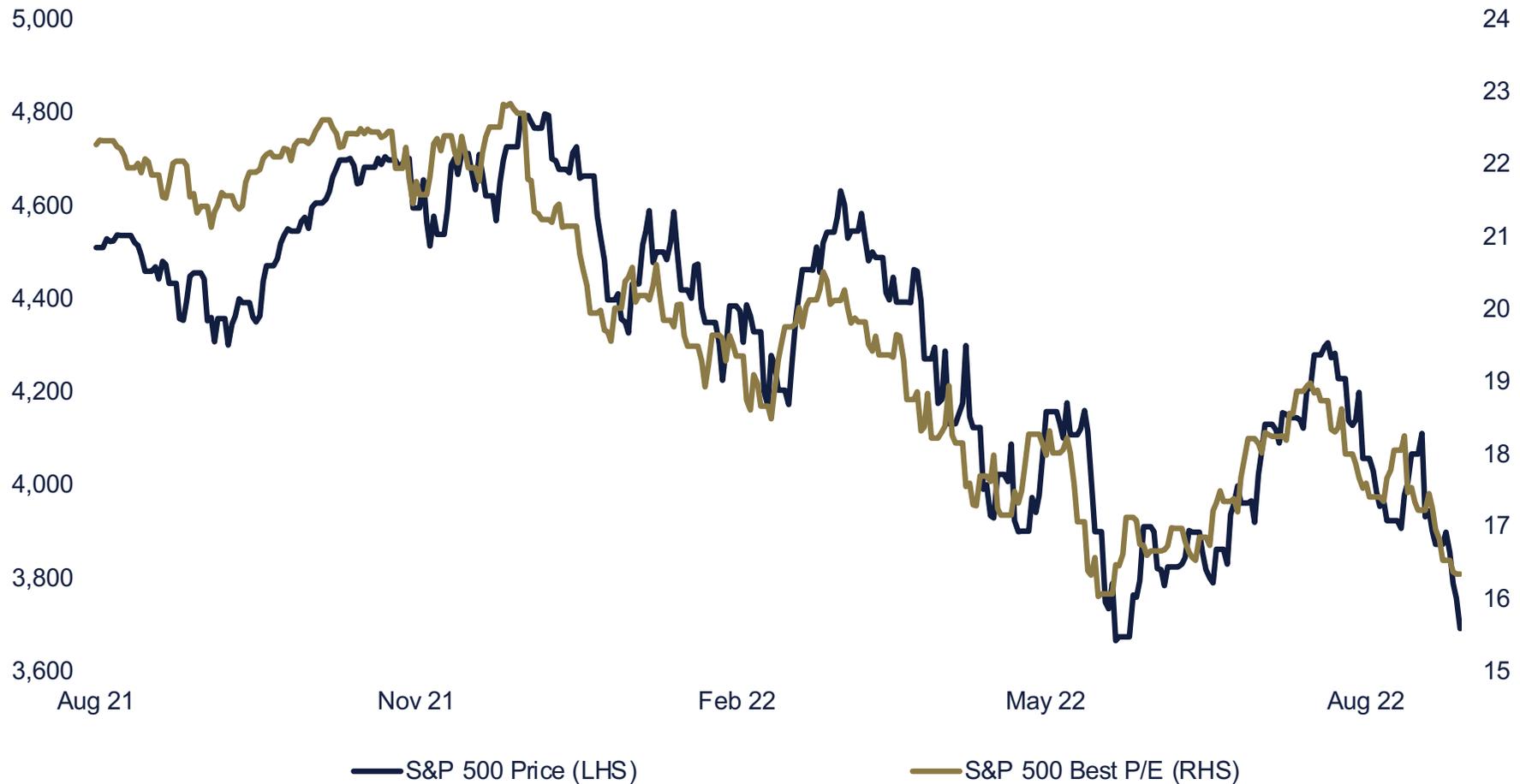
- El dólar se ha apreciado aún más. La subida ha sido particularmente intensa frente a aquellas **divisas que mantienen políticas monetarias divergentes a las de EE.UU.**
- Dado que algunos bancos centrales se están viendo **forzados a defender sus monedas, necesitan vender sus reservas en dólares.** Estas últimas generalmente se invierten en bonos del Tesoro americano, causando un aumento de los rendimientos

Pobre sentimiento inversor



- Nos enfrentamos a un **entorno macroeconómico sin precedentes**, marcado por un repentino brote de inflación acompañado de una respuesta monetaria sin precedentes
- La recesión se da prácticamente por segura en este momento, pero los **inversores no pueden comparar con episodios similares** en el pasado que les ayuden a calibrar el impacto potencial en los beneficios empresariales. Como resultado, el **grado de incertidumbre es muy alto**

¿Cuánto está ya puesto en precio?



- **Las valoraciones de las acciones se han comprimido masivamente.** Desde un máximo histórico de 28 veces P/E en 2020, a las 16.4 veces actuales, que se encuentra por debajo del promedio histórico de 17 veces
- Tal movimiento no puede explicarse exclusivamente por un aumento en los tipos de interés, sino que **tiene que necesariamente incluir una desaceleración en los beneficios**

Escenarios de inversión

| | Escenario 1 Estanflación | Escenario 2 “Aterrizaje brusco” | Escenario 3 ‘Aterrizaje Suave’ |
|---------------------------|---|--|---|
| Causas | <ul style="list-style-type: none"> La inflación continúa elevada debido a los problemas en la cadena de suministros, y el aumento de los precios de las materias primas debido a las sanciones a Rusia La Fed endurece su política monetaria a un ritmo acomodaticio, que no permite controlar la inflación Las expectativas de inflación aumentan y, con ello, los tipos de interés a largo plazo | <ul style="list-style-type: none"> El consumo se ralentiza dado que, a pesar del repunte en los salarios, la alta inflación se traduce en una menor renta real disponible La Fed se ve obligada a aumentar los tipos de interés de forma agresiva, causando una disminución en consumo e inversión La economía entra en recesión, y con ello bajan tanto la inflación como los tipos de interés | <ul style="list-style-type: none"> La política continúa siendo muy acomodaticia y la economía sigue creciendo con un fuerte impulso La Fed sube los tipos de interés progresivamente. La inflación comienza a normalizarse sin que la economía se ralentice significativamente La curva de tipos se aplana, y las tasas de interés a largo plazo aumentan sólo de forma moderada |
| Impacto de mercado | <ul style="list-style-type: none"> Los beneficios empresariales aumentan junto con la inflación, pero unos tipos de interés más altos tienen un impacto negativo en las valoraciones de las acciones Los bonos soberanos y de alta calidad caen debido al aumento de las tasas de interés El crédito funciona relativamente mejor a pesar de las tasas más altas, dado que el riesgo de quiebras corporativas sigue siendo bajo El dólar se deprecia frente a las monedas refugio, así como frente al oro | <ul style="list-style-type: none"> Las bolsas caen, y los valores cíclicos tienen un peor desempeño que los sectores mas defensivos Los diferenciales de crédito se amplían considerablemente a medida que aumenta la perspectiva de quiebras corporativas La deuda soberana y el dólar se aprecian debido al "flight to quality" La recuperación económica se verá muy influenciada por la respuesta en materia de política fiscal; (repetición de las medidas de emergencia ensayadas durante la pandemia, o bien un enfoque mas ortodoxo) | <ul style="list-style-type: none"> La bolsa se aprecia, dado que la economía regresa a los "Goldilocks", y con ello los múltiplos de las valoraciones aumentan Los diferenciales de crédito se estrechan de forma moderada a medida que los inversores vuelven a buscar rendimientos La deuda soberana y de alta calidad cotiza dentro de un rango relativamente estrecho Los precios de las materias primas se estabilizan y el dólar se aprecia debido a los mayores diferenciales de tipos de interés reales |
| Probabilidad | 30% (+5%) | 55% (+5%) | 15% (-10%) |

Catalizadores a corto plazo

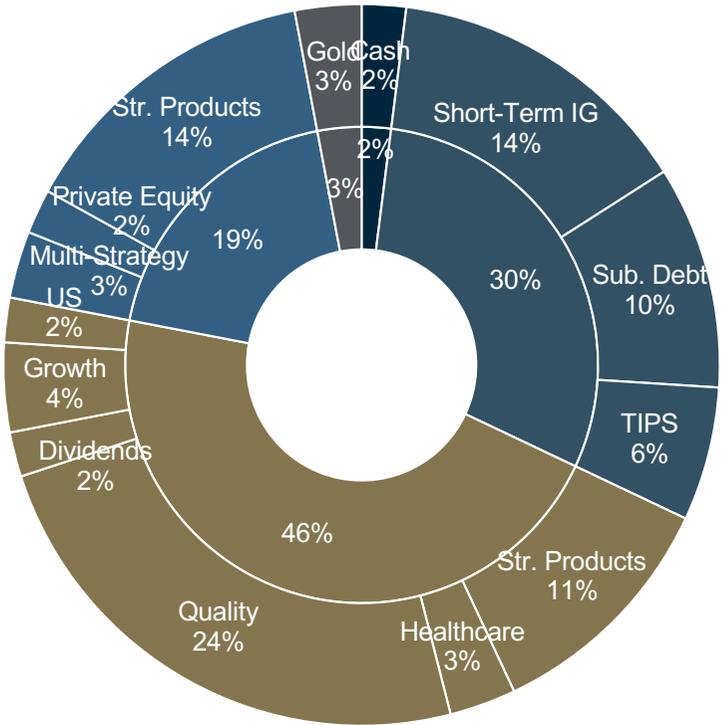
Acuerdo de paz en Ucrania, Bajada de la inflación, Mejoran los problemas en la cadena de suministros

Otros riesgos

Escalada en la guerra de Ucrania, Desaceleración en China, Corrección en el mercado inmobiliario, Pinchazo de la burbuja de las criptomonedas

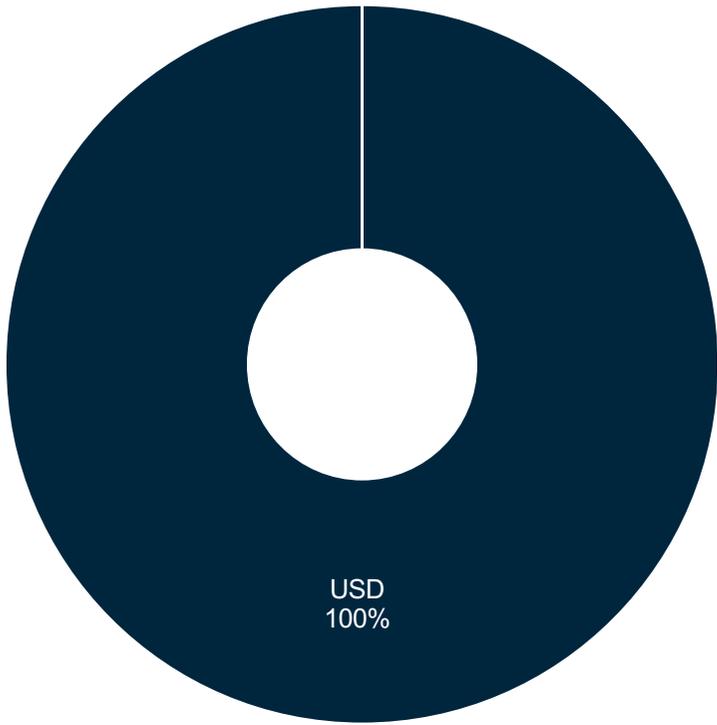
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



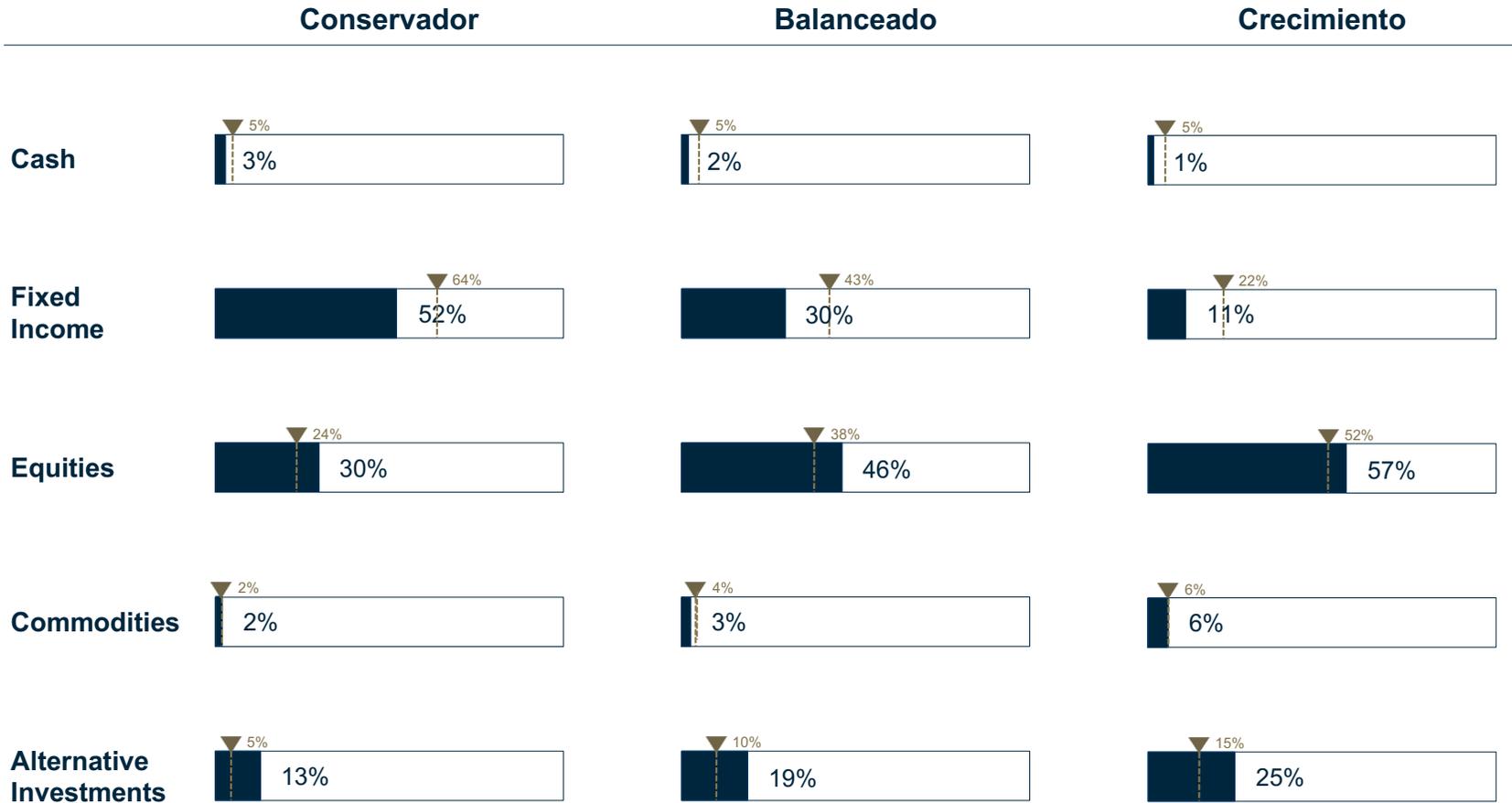
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.
 ■ Commodities

Asignación divisas



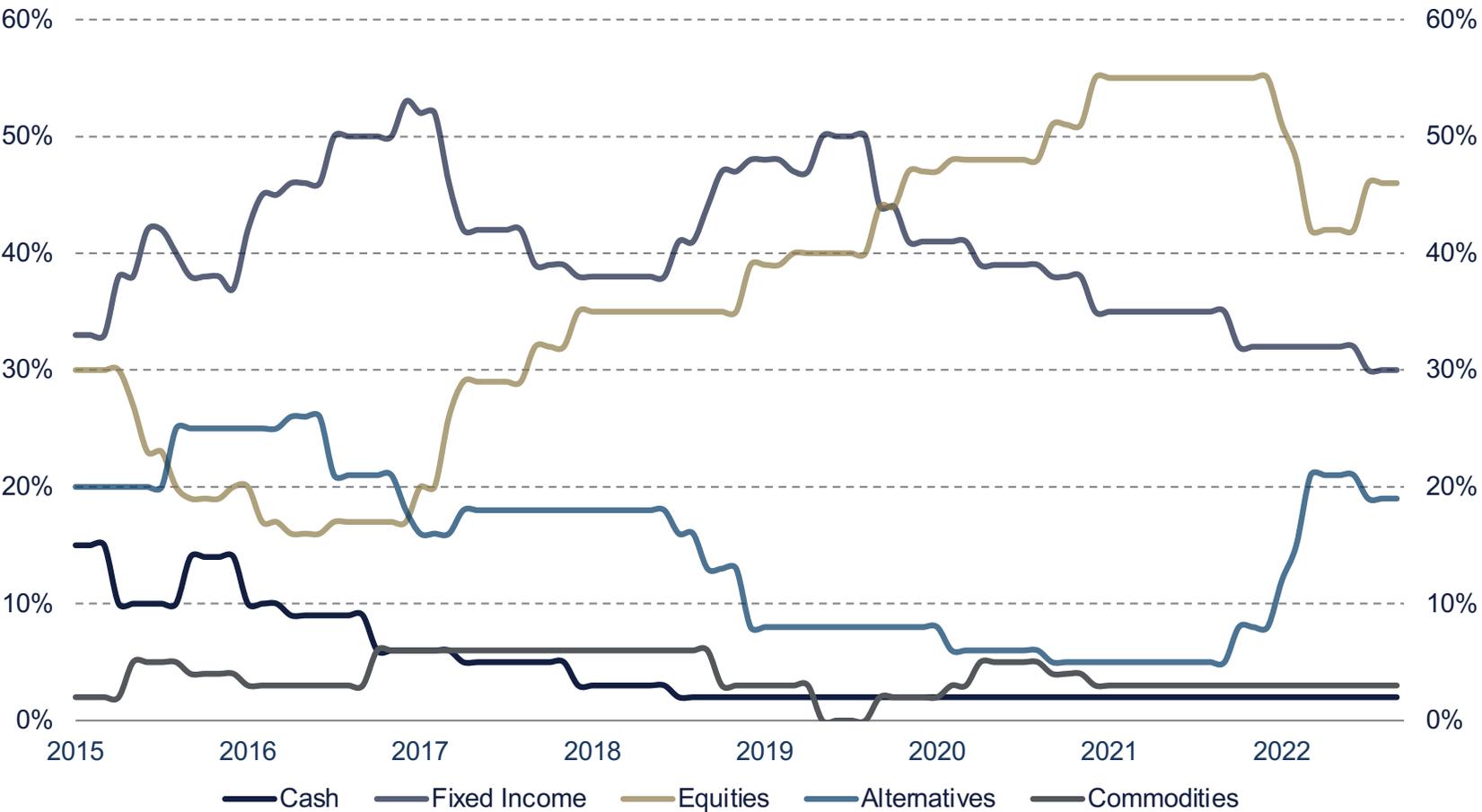
■ USD

Perfiles de inversión Boreal



▼ Strategic Asset Allocation

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos



Legal Disclaimer Boreal Capital Management LLC, Boreal Capital Securities LLC and Boreal Capital Holdings LLC

Investment advisory products and services, are provided by Boreal Capital Management LLC, an investment adviser regulated by the Securities and Exchange Commission; investment products, trade execution and other services may be offered by Boreal Capital Securities LLC, a member of the FINRA and SIPC. Boreal Capital Management LLC and Boreal Capital Securities LLC are subsidiaries of Boreal Capital Holdings LLC.

Boreal Capital Holdings LLC, Boreal Capital Management LLC and Boreal Capital Securities LLC, their affiliates, and the directors, officers, employees and agents (collectively, "Boreal") are not permitted to give legal or tax advice. While Boreal can assist clients in the areas of estate and financial planning, only an attorney can draft legal documents and provide legal services and advice. Clients of Boreal should consult with their legal and tax advisors prior to entering into any financial transaction or estate plan. The opinions and information contained herein have been obtained or derived from sources believed to be reliable, but Boreal makes no representation or guarantee as to their timeliness, accuracy or completeness or for their fitness for any particular purpose. The information contained herein does not purport to be a complete analysis of any security, company, or industry involved. This material is not to be construed as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security. Opinions and information expressed herein are subject to change without notice. Boreal and/or its affiliates may have issued materials that are inconsistent with, or may reach different conclusions than, those represented in this document, and all opinions and information are believed to be reflective of judgments and opinions as of the date that material was originally published. Boreal is under no obligation to ensure that other materials are brought to the attention of any recipient of this document.

The information and material presented herein are for general information only and do not specifically address individual investment objectives, financial situations or the particular needs of any specific person who may receive this presentation. Investing in any security or investment strategies discussed herein may not be suitable for you, and you may want to consult a financial advisor. Nothing in this material constitutes individual investment, legal or tax advice. Investments involve risk and any investment may incur either profits or losses. Past performance does not guarantee future results. Unless otherwise stated, the portfolios and its performances herein do not account for costs, fees and / or charges, have no track record and have not been independently audited. Boreal shall accept no liability for any loss arising from the use of this material, nor shall Boreal treat any recipient of this material as a customer or client simply by virtue of its receipt. The information herein is not intended for any person residing in any jurisdiction in which it is unlawful to distribute this material.

Securities investments, products and services:

- **Are not FDIC or Government Agency Insured**
- **Are not Bank Guaranteed • May Lose Value**
- **The information and materials presented here are not intended for persons in jurisdictions where it is unlawful to distribute such information and materials. For further information, please consult your legal advisor.**

Legal Disclaimer Boreal Capital Management AG

Investment advisory products and financial services are provided by Boreal Capital Management Ltd ("Boreal"), a Swiss external asset manager regulated by the SRO AOOS.

Boreal Capital Management Ltd is not permitted to give legal or tax advice. Only an attorney can draft legal documents and provide legal services and advice. Clients of Boreal should consult with their legal and tax advisors prior to entering into any financial transaction or estate plan.

The opinions and information contained herein have been obtained or derived from sources believed to be reliable, but Boreal makes no representation or guarantee as to their timeliness, accuracy or completeness or for their fitness for any particular purpose. The information contained herein does not purport to be a complete analysis of any security, company, or industry involved. Opinions and information expressed herein are subject to change without notice. Boreal and/or its affiliates may have issued materials that are inconsistent with or may reach different conclusions than those represented in this document, and all opinions and information are believed to be reflective of judgments and opinions as of the date that material was originally published. Boreal is under no obligation to ensure that other materials are brought to the attention of any recipient of this document. Boreal accepts no liability whatsoever and makes no representation, warranty or undertaking, express or implied, for any information, projections or any of the opinions contained herein or for any errors, omissions or misstatements in the document. Boreal does not undertake to update this document or to correct any inaccuracies which may have become apparent after its publication.

This material is not to be construed as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security nor a solicitation to buy, subscribe or sell any currency or product or financial instrument, make any investment or participate in any particular trading strategy in any jurisdiction where such an offer or solicitation would not be authorized or to any person to whom it would be unlawful to make such an offer or invitation. The information and material presented herein are for general information only and do not specifically address individual investment objectives, financial situations or the particular needs of any specific person who may receive this presentation. It does not replace a prospectus or any other legal document relating to any specific financial instrument which may be obtained upon request from the issuer of the financial product. In this document Boreal makes no representation as to the suitability or appropriateness of the described financial instruments or services for any recipient of this document nor to their future performance. Each investor must make their own independent decision regarding any securities or financial instruments mentioned in this document and should independently determine the merits or suitability of any investment. Before entering into any transaction, investors are invited to read carefully the risk warnings and the regulations set out in the prospectus or other legal documents and are urged to seek professional advice from their financial, legal, accounting and tax advisors with regard to their investment objectives, financial situation and specific needs. The tax treatment of any investment depends on your individual circumstances and may be subject to change in the future. Boreal does not provide any tax advice within this document and the investor's individual circumstances were not taken into account when providing this document.

Investing in any security or investment strategies discussed herein may not be suitable for you, and you may want to consult a financial advisor. Nothing in this material constitutes individual investment, legal or tax advice. Investments involve risk and any investment may incur either profits or losses. The investments mentioned herein may be subject to risks that are difficult to quantify and to integrate into the valuation of investments. In general, products with a high degree of risk such as derivatives, structured products or alternative/non-traditional investments (such as hedge funds, private equity, real estate funds etc.) are suitable only for investors who are capable of understanding and assuming the risks involved. The value of any capital investment may be at risk and some or all of the original capital may be lost. The investments are exposed to currency fluctuations and may increase or decrease in value. Fluctuations in exchange rates may cause increases or decreases in your returns and/or in the value of the portfolio. The investments may be exposed to currency risks because a financial instrument or the underlying investment of a financial instrument is dominated in a currency different from the reference currency from the portfolio or other than the one of the investor's country of residence.

This document may refer to the past performance of financial instruments. Past performance does not guarantee future results. The value of financial instruments may fall or rise. All statements in this document other than statements of past performances and historical facts are "forward-looking statements" which do not guarantee the future performance. Financial projections included in this document do not represent forecasts or budgets but are purely illustrative examples based on series of current expectations and assumptions which may not eventuate. The actual performance, results, market value and prospects of a financial instrument may differ materially from those expressed or implied by the forward-looking statements in this document. Boreal disclaims any obligation to update any forward-looking statement as a result of new information, future events or otherwise. The information contained in this document is neither the result of financial analysis within the meaning of the Swiss Banking Association "Directive on the Independence of Financial Research" nor of independent investment research as per EU regulation on MIFID provisions.

Unless otherwise stated, the portfolios and its performances herein do not account for costs, fees, commissions, expenses charged on issuance and redemption of securities or other, nor any taxes that may be levied and / or charges, have no track record and have not been independently audited. Boreal shall accept no liability for any loss arising from the use of this material, nor shall Boreal treat any recipient of this material as a customer or client simply by virtue of its receipt. The information herein is not intended for any person residing in any jurisdiction in which it is unlawful to distribute this material.

This document is confidential and is intended only for the use of the person to whom it was delivered. This document may not be reproduced in whole or in part or delivered to any other person without the prior written approval of Boreal.