



Política de inversión

Enero 2024

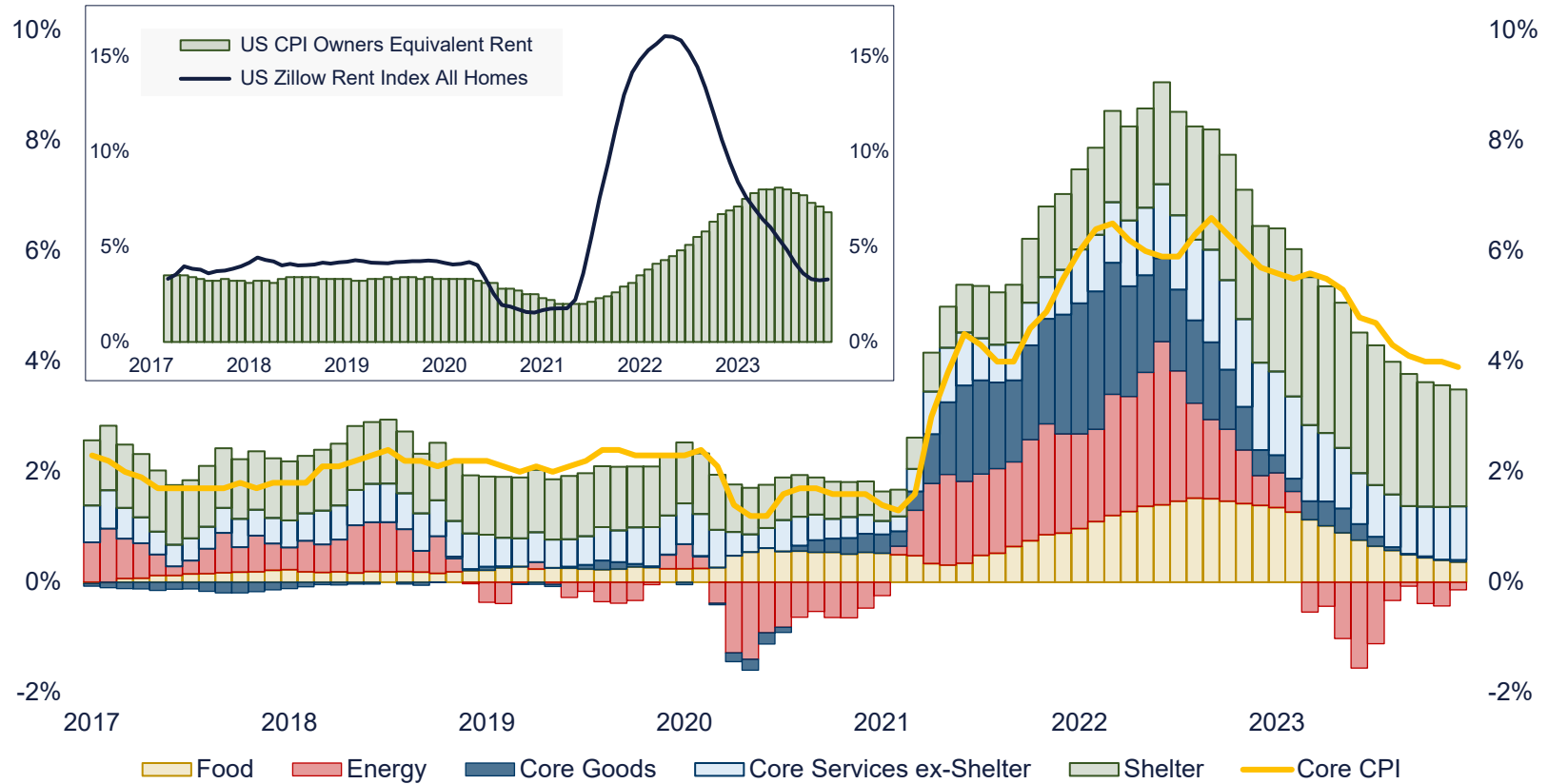
Resumen de mercados – Enero 2024

- La Fed a menudo logra más amagando que pegando. **Sólo apuntando a posibles recortes de tasas, ha mejorado significativamente las perspectivas macroeconómicas.** La economía evitó una recesión el año pasado, en parte gracias a la fortaleza del consumidor. Además, las empresas, a pesar del lento crecimiento de los beneficios, se mostraron reticentes a despedir personal, por temor a no poder reemplazarlo rápidamente en un repunte de la actividad. El giro de la Fed hacia una postura más acomodaticia refuerza este círculo de retroalimentación positiva.
- Si bien el pivote de la Fed hacia una política más laxa impulsó los mercados a fin de año, el nuevo año trajo consigo un **baño de realidad. La inflación del mes de diciembre fue más alta de lo esperado.** Los costes asociados a la vivienda, un componente clave de la inflación de servicios, siguen siendo muy elevados. A esto se suma que **el crecimiento de los salarios, aunque se está moderando, sigue estando en niveles muy elevados.**
- El escenario de "aterrizaje suave" depende de **acertar con los tiempos.** El impacto de las recientes subidas de tipos aún no se ha materializado por completo, sobre todo teniendo en cuenta el previsto aumento de la actividad de refinanciación. **Los tipos de interés reales han alcanzado niveles muy restrictivos,** agravando la **debilidad ya evidente en muchos sectores económicos.** Incluso si la Fed actuara antes de lo previsto para apoyar el crecimiento, la capacidad para aplicar recortes de tasas dependerá en última instancia de la trayectoria de la inflación.
- **Los mercados de renta variable también se han beneficiado del discurso de la Fed.** Aunque las valoraciones siguen siendo altas, una potencial bajada en los tipos de interés **ayuda a justificar los múltiplos actuales.** Más importante aún, una reaceleración del ciclo económico podría hacer **crecer los beneficios empresariales.** Para la **renta fija, el momento es inequívocamente positivo.** Las rentabilidades son muy atractivas, y los posibles recortes de tasas ofrecerían el beneficio adicional de contar con ganancias de capital.
- Con la normalización macroeconómica, una perspectiva a largo plazo exige un **enfoque de inversión menos defensivo,** lo que nos lleva a **ajustar gradualmente la asignación de renta variable y crédito** a niveles más cercanos a la neutralidad. Sin embargo, las **tensiones geopolíticas** actuales y las próximas **elecciones presidenciales** americanas presentan retos a corto plazo que podrían descarrilar los mercados.

Política de inversión

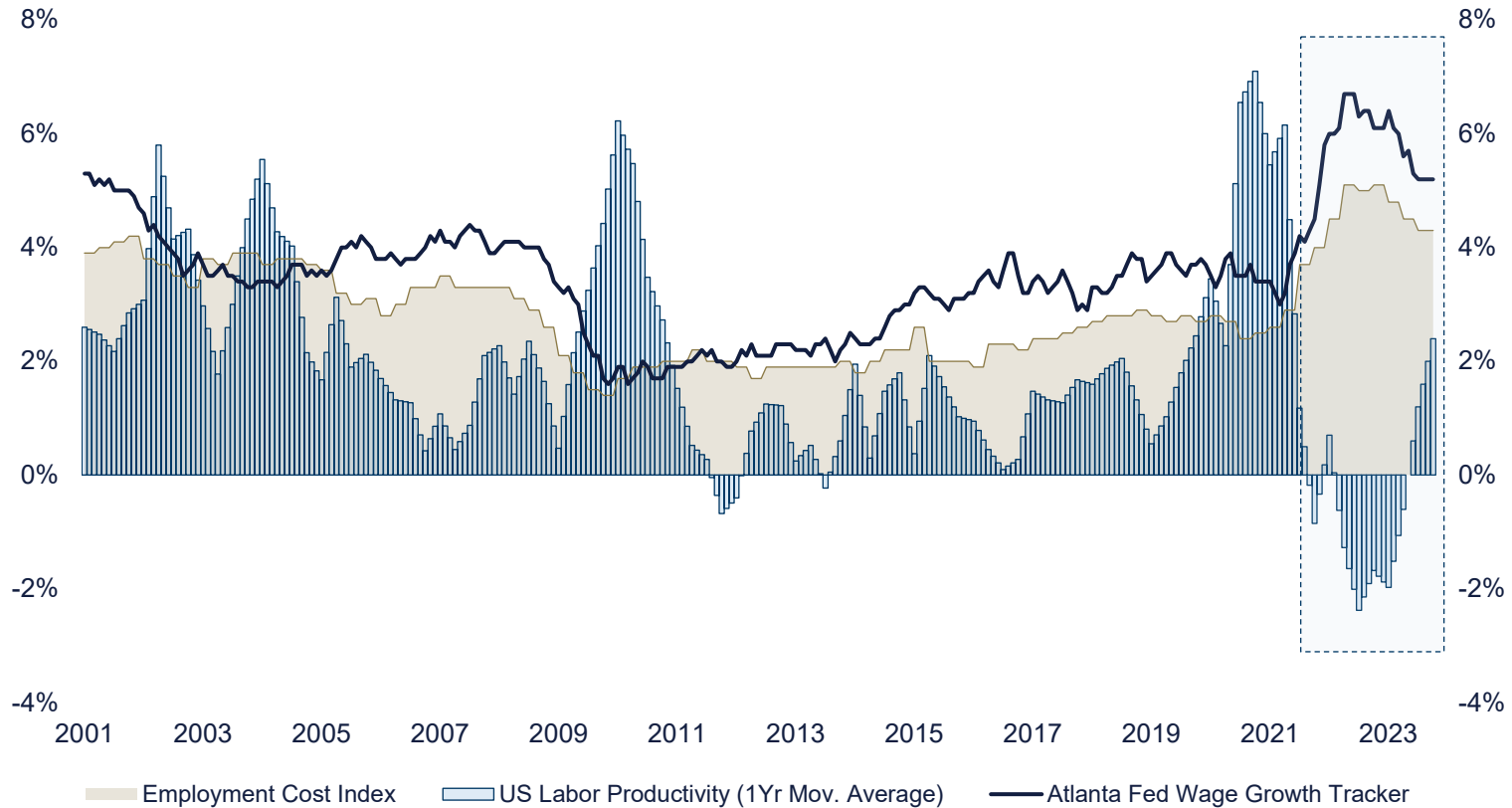
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Investment Grade US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Dados los riesgos macroeconómicos binarios a los que nos enfrentamos (estancamiento frente a recesión), favorecemos los TIPS y bonos a corto plazo
	Crédito US	+	El reciente cambio de política de la Fed ha reducido la probabilidad de una recesión. Si bien los diferenciales de crédito se han estrechado, siguen siendo atractivos, ya que se prevé que el número de quiebras corporativas se mantenga bajo
	Investment Grade EU	+	Con la acción decisiva del BCE y la ampliación de los diferenciales corporativos, la deuda de alta calidad en euros ha comenzado a ofrecer una rentabilidad ajustada a riesgo aceptable
	Crédito EU	=	Las perspectivas del crédito europeo han mejorado ante la expectativa de que el BCE siga a la Fed bajando tipos. Sin embargo, la economía europea sigue siendo más vulnerable a una recesión
	Emergentes	=	La perspectiva de un dólar más débil impulsada por los recortes de las tasas de interés de la Fed ha mejorado marginalmente el atractivo de la deuda de los mercados emergentes
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 cíclicos, 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

Baño de realidad



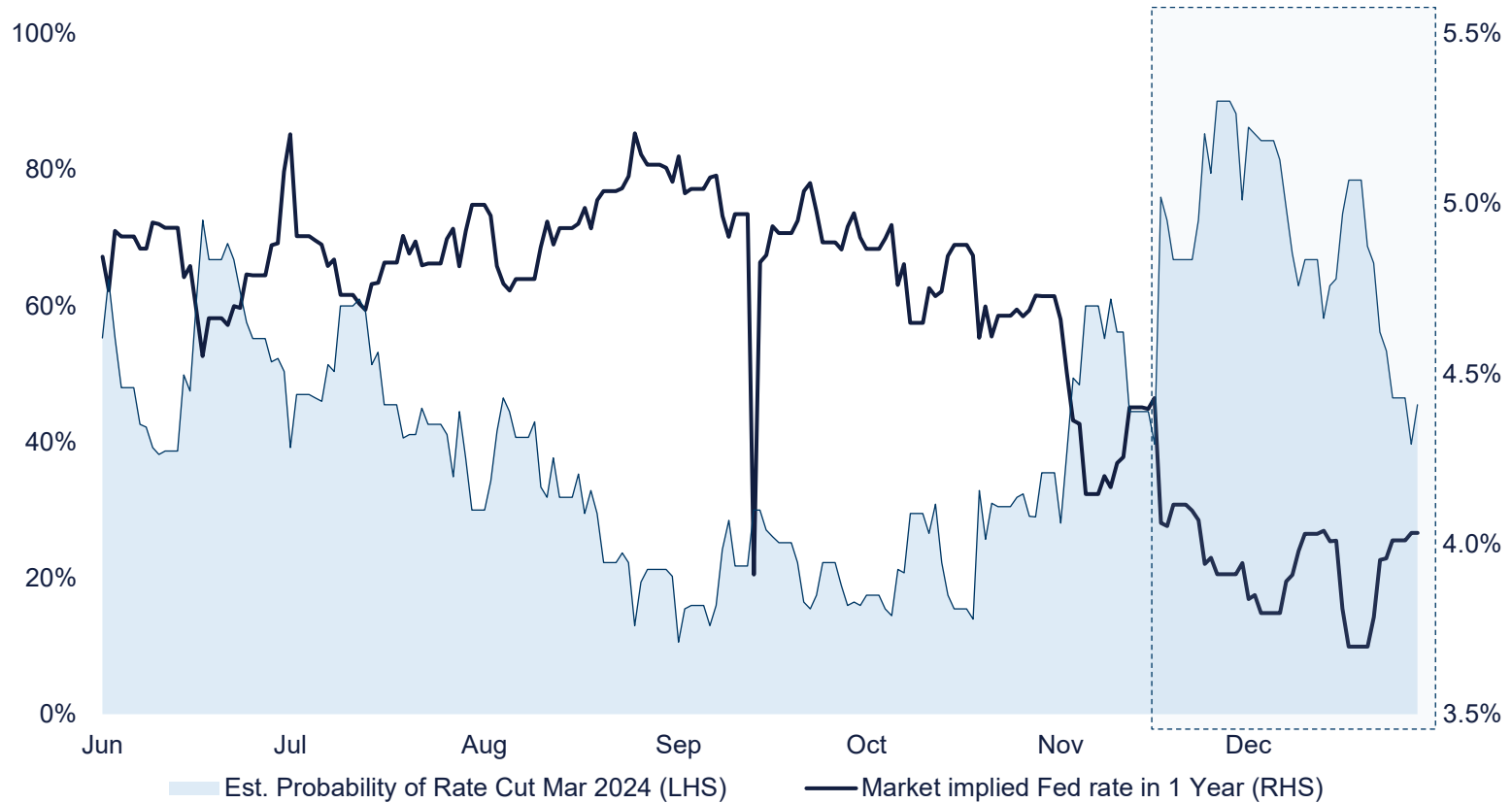
- Las **decepcionantes cifras de inflación** sirvieron como un duro recordatorio para los inversores de que la etapa final del proceso de normalización de precios podría ser más ardua de lo previsto, obstaculizada por una **persistente inflación del sector servicios**.
- Se espera que los ajustes de los costes de la vivienda contribuyan a frenar la inflación. Sin embargo, este proceso podría verse alterado si la **perspectiva de bajadas de tipos alienta a un mercado inmobiliario todavía sobrecalentado**.

Riesgo de efectos de “tercera ronda”



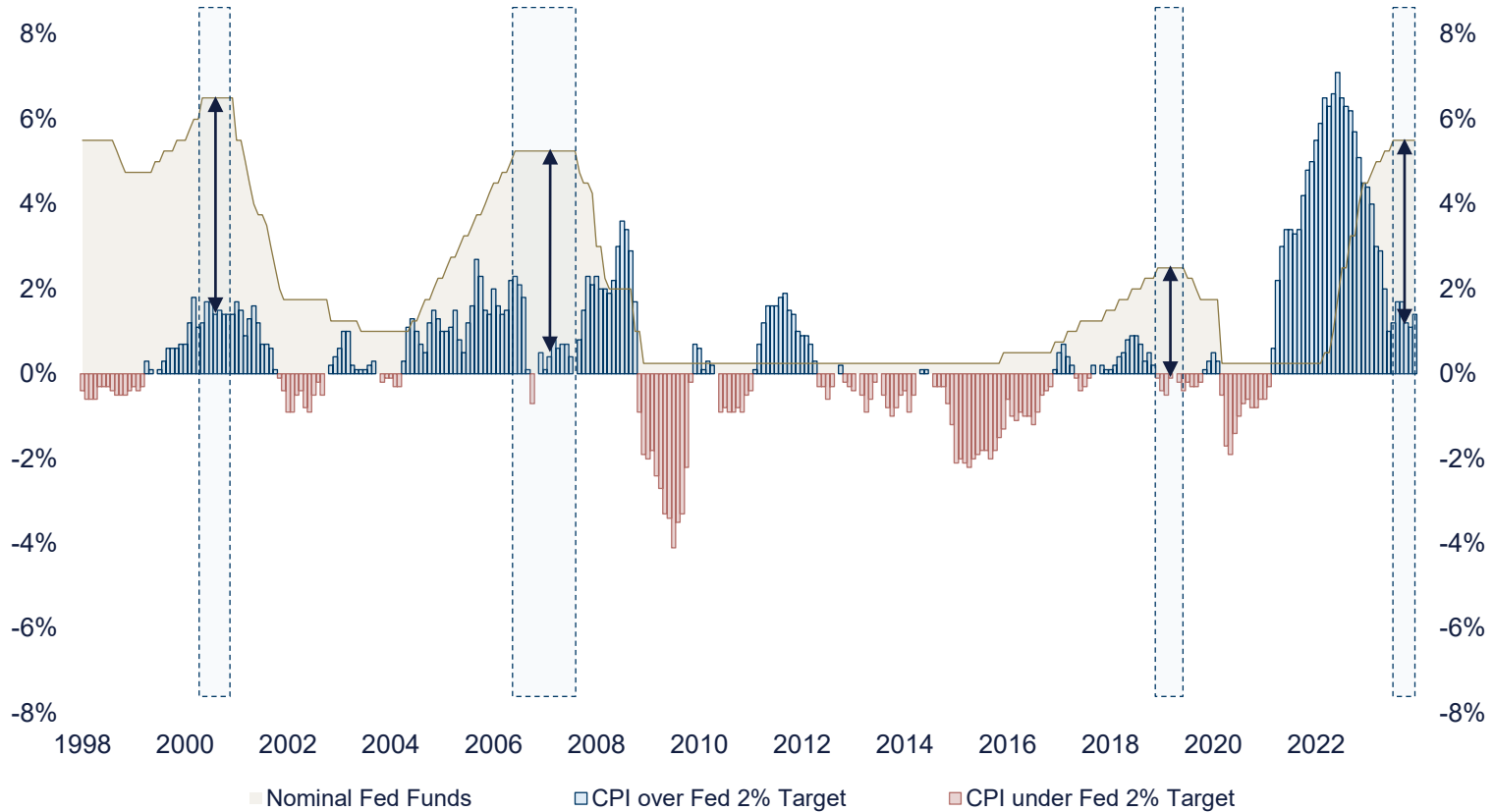
- El brote de inflación se alargó lo suficiente en el tiempo como para traducirse en aumentos salariales, lo que desencadenó lo que los economistas denominan **"efectos de segunda ronda"**.
- La acción decisiva de la Fed evitó que la inflación se saliera de control. Sin embargo, un **giro de política temprano**, en un momento que la inflación salarial supera el aumento de la productividad y a una tasa de desempleo cercana a mínimos históricos, eleva el **riesgo de una "tercera ronda"**.

El genio está ya fuera de la botella



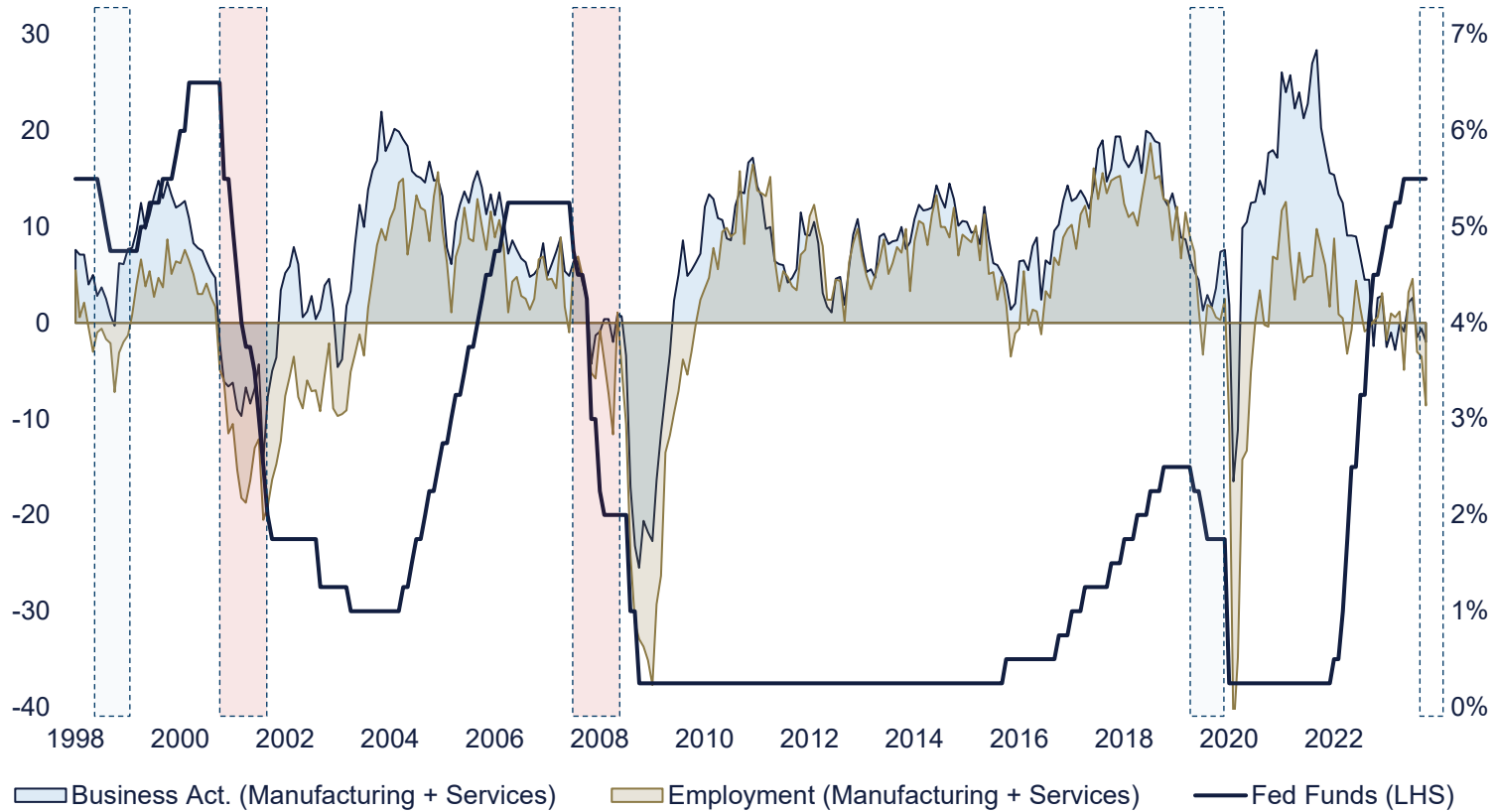
- Tras la reunión del FOMC de diciembre, **casi todos los miembros de la Fed han tratado de modular el mensaje**, intentando controlar las expectativas del mercado.
- Sin embargo, el éste ya ha reaccionado. Aunque las expectativas iniciales del primer recorte de tipos se han moderado, los **mercados siguen previendo más de cuatro recortes para finales de año.**

Riesgo de endurecer más de lo necesario



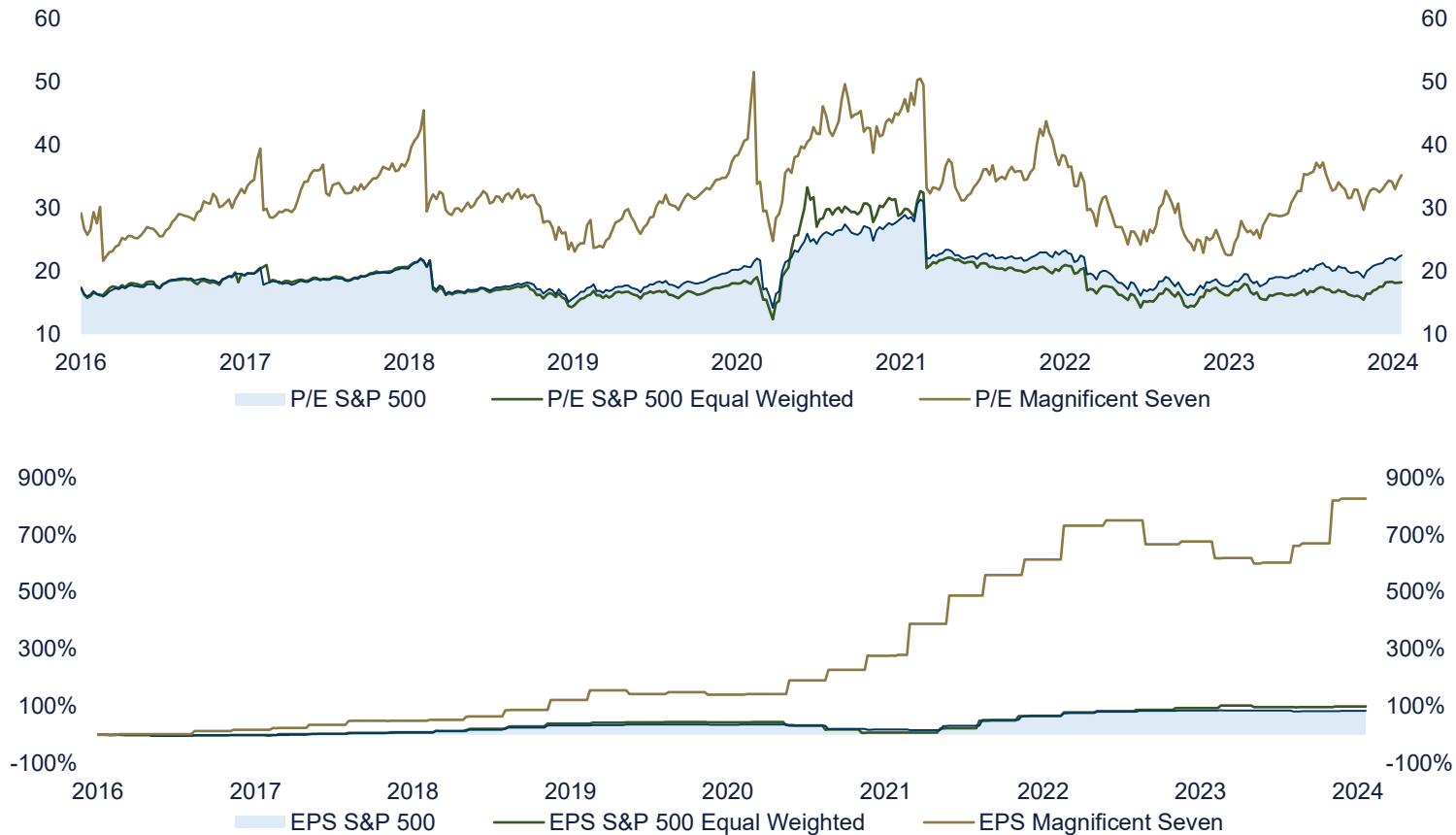
- El principal argumento para bajar tasas antes de que la inflación alcance el objetivo del 2% se basa en que **los actuales tipos de interés reales son altamente restrictivos**.
- Como la inflación ha disminuido significativamente, mantener los tipos actuales se traduce en una forma de **“endurecimiento monetario pasivo”**, que podría frenar innecesariamente el crecimiento económico.

¿Se revertirá la tendencia?



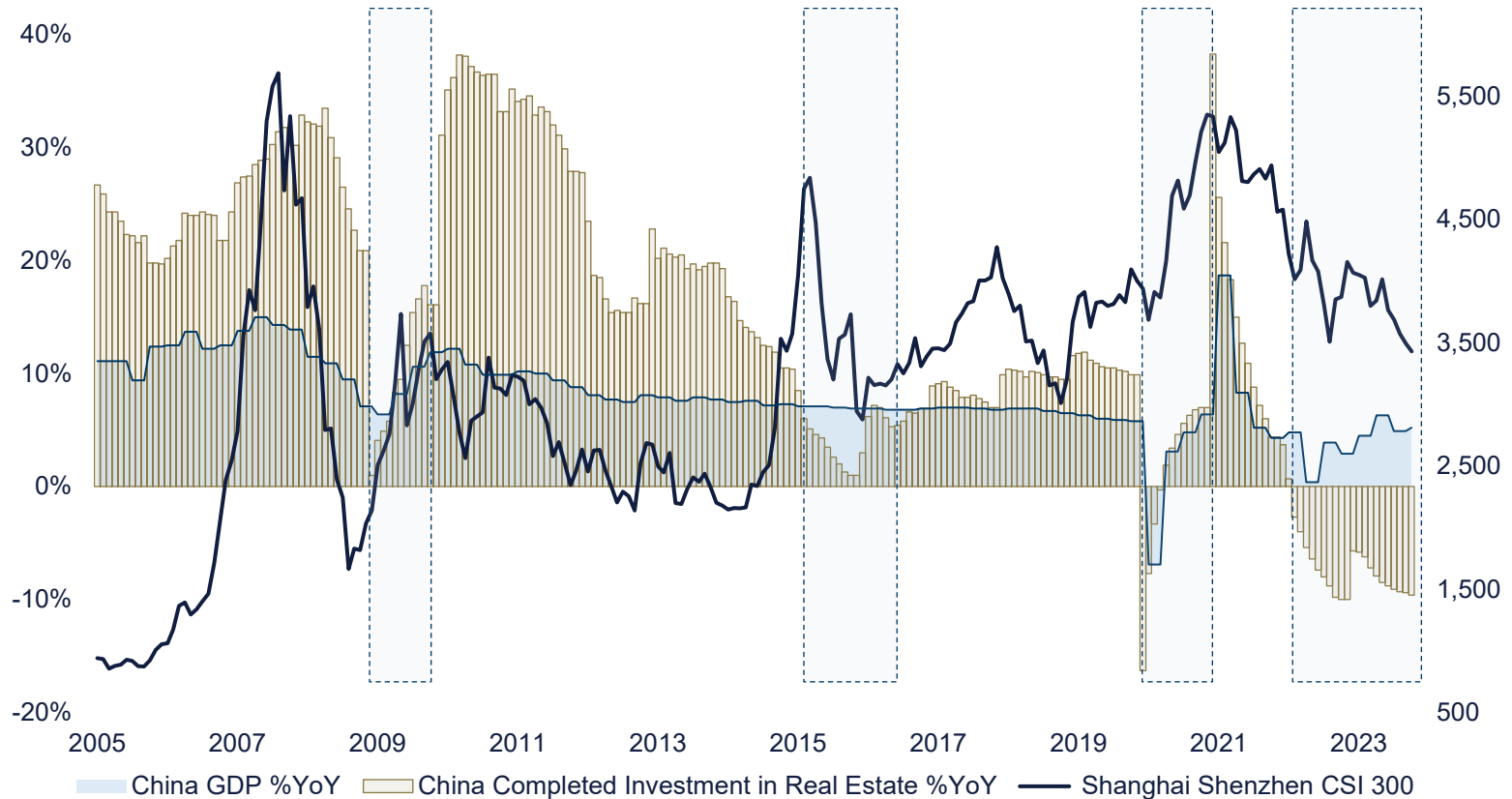
- **Los indicadores adelantados apuntan a una desaceleración de la actividad**, ya evidente en el sector manufacturero. Las perspectivas del sector servicios también se están deteriorando, especialmente en lo que respecta al empleo.
- Sin embargo, **el cambio de política de la Fed aún no se refleja en las encuestas de sentimiento**. Un cambio de tendencia como los observados en 1998 y 2018 sigue siendo una posibilidad.

Una nueva mirada a las valoraciones



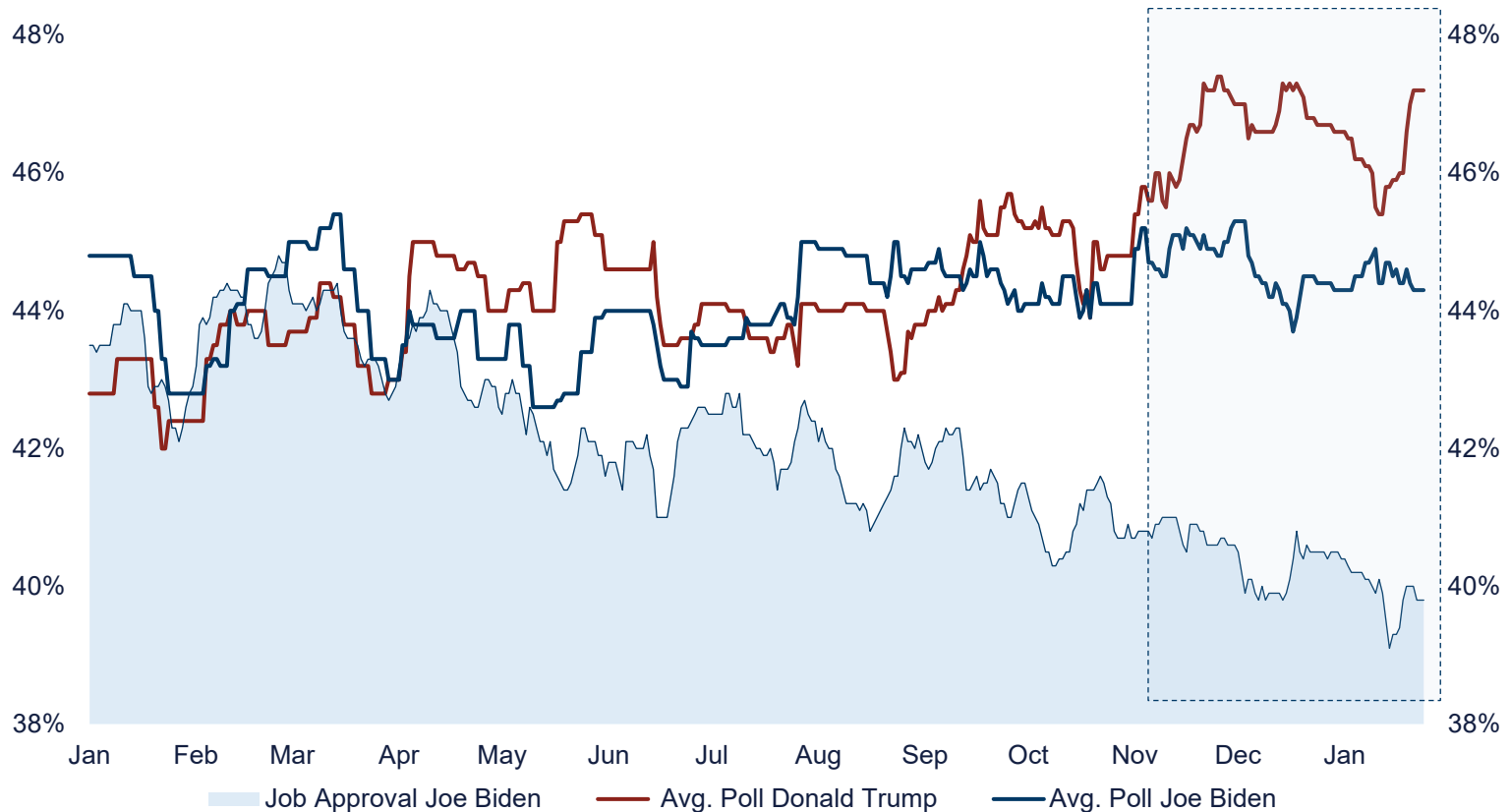
- **La valoración de la renta variable requiere una reevaluación** dado el nuevo contexto macroeconómico. Si bien las valoraciones siguen siendo altas, la bajada de los tipos de interés probablemente impulse la **expansión de los múltiplos**.
- Además, la recuperación de la actividad económica debería traducirse en un **crecimiento de los beneficios empresariales**, lo que podría ampliar el foco del mercado más allá de las grandes empresas tecnológicas.

La economía China a remolque



- **El optimismo económico no se extiende a nivel global.** Si bien se espera que Europa siga una trayectoria similar a los EE.UU., con los bancos centrales probablemente recortando tasas en línea con la Fed, China enfrenta un camino más difícil.
- **El sector inmobiliario sigue siendo un lastre importante para su economía,** afectando negativamente el consumo y presentando un riesgo de contagio al sector bancario.

No hay que esperar sorpresas



- Las elecciones presidenciales estadounidenses tienen el **potencial de ser una fuente importante de volatilidad**. Aún es demasiado pronto para que los mercados empiecen a reaccionar ante ellas dado que ya a al principio del proceso está quedando claro quiénes serán los dos candidatos.
- Si Biden y Trump repiten como candidatos, **no habrá sorpresas desde la perspectiva de la política económica**, siendo la política exterior el tema que podría resultar más polémico.

Escenarios de inversión

	Escenario 1 Error de política monetaria	Escenario 2 “Boiling Frog”	Escenario 3 “Soft Landing”
Causas	<ul style="list-style-type: none"> La inflación no acaba de aterrizar dada la robustez del mercado laboral y de la vivienda, con la inflación subyacente desafiando el objetivo del 2% La Fed debe cambiar de rumbo, manteniendo los tipos de interés elevados por más tiempo La incertidumbre macroeconómica y la volatilidad del mercado aumentan. Las tasas de interés a largo plazo vuelven a subir junto con las expectativas de inflación 	<ul style="list-style-type: none"> El consumo, que apenas se ha visto afectado por el aumento de tipos, finalmente comienza a ajustar Las empresas, que se han resistido a despedir trabajadores a pesar de los mayores costos y la caída en la rentabilidad, tienen que reestructurar Para ayudar a la economía, la Fed se ve obligada a flexibilizar la política monetaria de manera agresiva, pero es ya demasiado tarde para evitar una recesión 	<ul style="list-style-type: none"> La política continúa siendo muy acomodaticia y la economía sigue creciendo con un fuerte impulso La Fed detiene las subidas de tasas y flexibiliza la política monetaria. La inflación continúa normalizándose sin que la economía se desacelere La curva de tipos se empina, los diferenciales de crédito se estrechan aún más y las ganancias corporativas vuelven a crecer. Es el comienzo de un nuevo ciclo económico
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"> La bolsa cae, y los sectores cíclicos tienen un peor rendimiento que las acciones de calidad y defensivas Los diferenciales de crédito se amplían ante la perspectiva de impagos corporativos La deuda soberana se aprecia debido al “flight to quality” y la bajada de tipos. Los precios de las materias primas corrigen por una menor demanda El dólar se deprecia si la Fed toma la iniciativa en las bajadas de tipos y/o si la desaceleración no es un fenómeno global. De lo contrario, el “flight to quality” respaldará al dólar 	<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	20%	30%	50%

Catalizadores a corto plazo

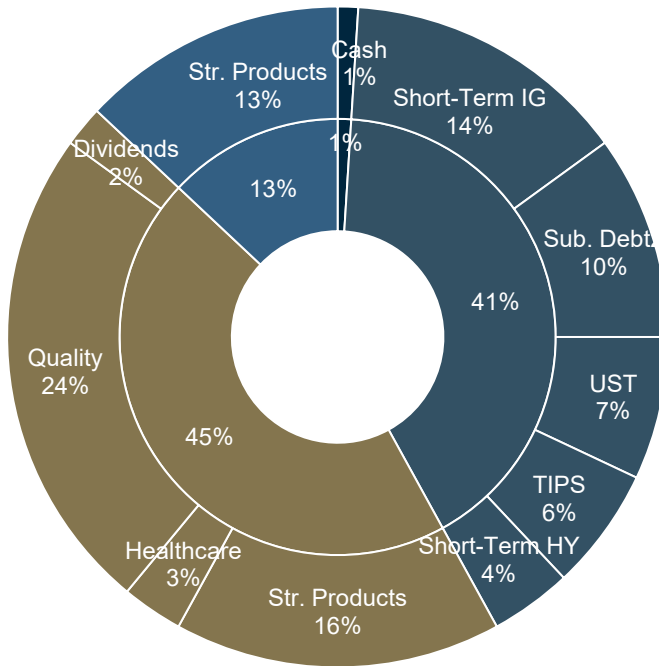
Acuerdo de paz en Ucrania, Bajada de la inflación, Continúa la mejora en los problemas en la cadena de suministros

Otros riesgos

Elecciones presidenciales, Techo de deuda, Crisis bancaria, Escalada tensiones geopolíticas, Desaceleración en China, Corrección del mercado inmobiliario

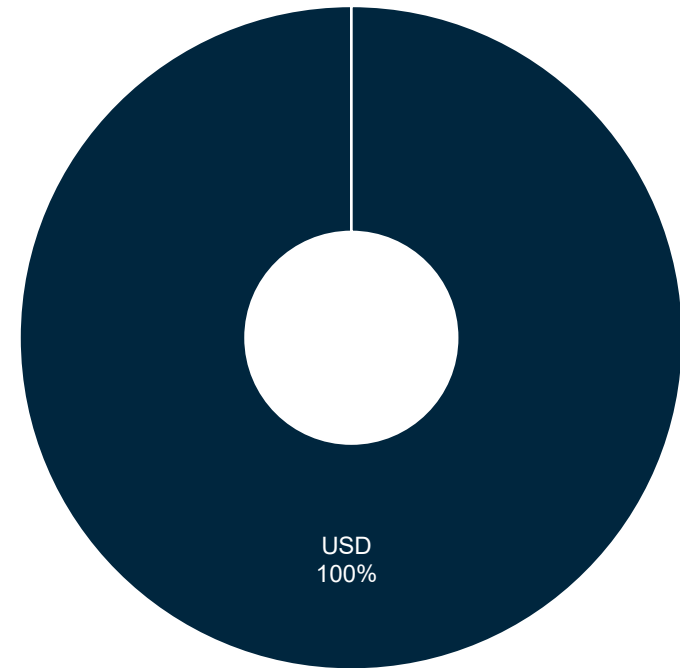
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



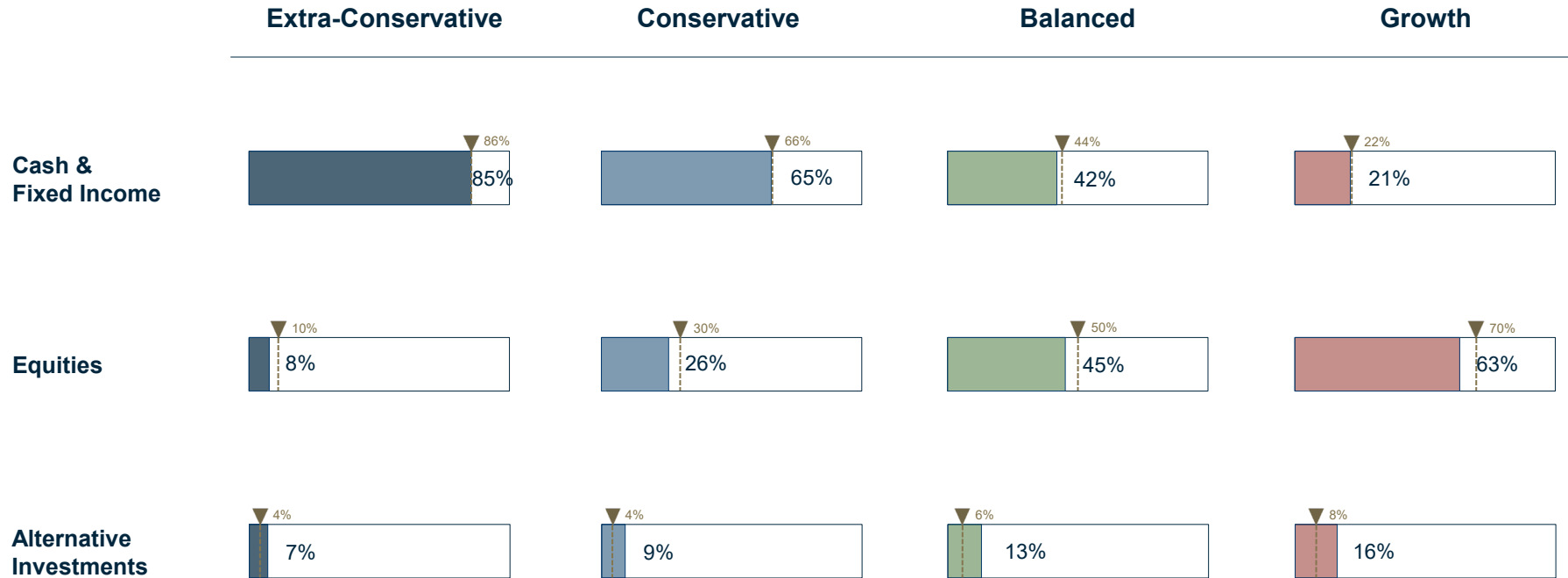
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas



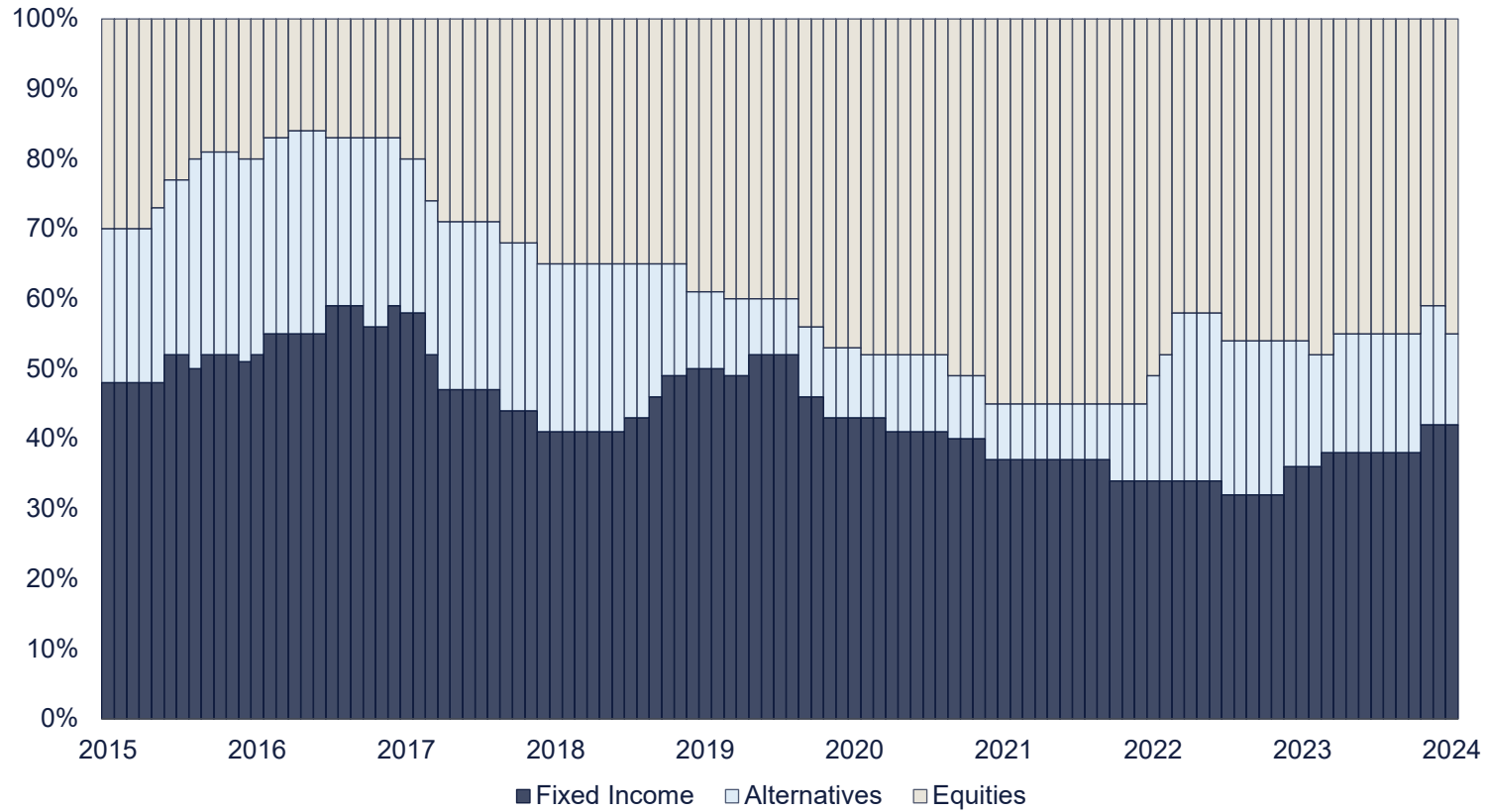
■ USD

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.