



Política de inversión

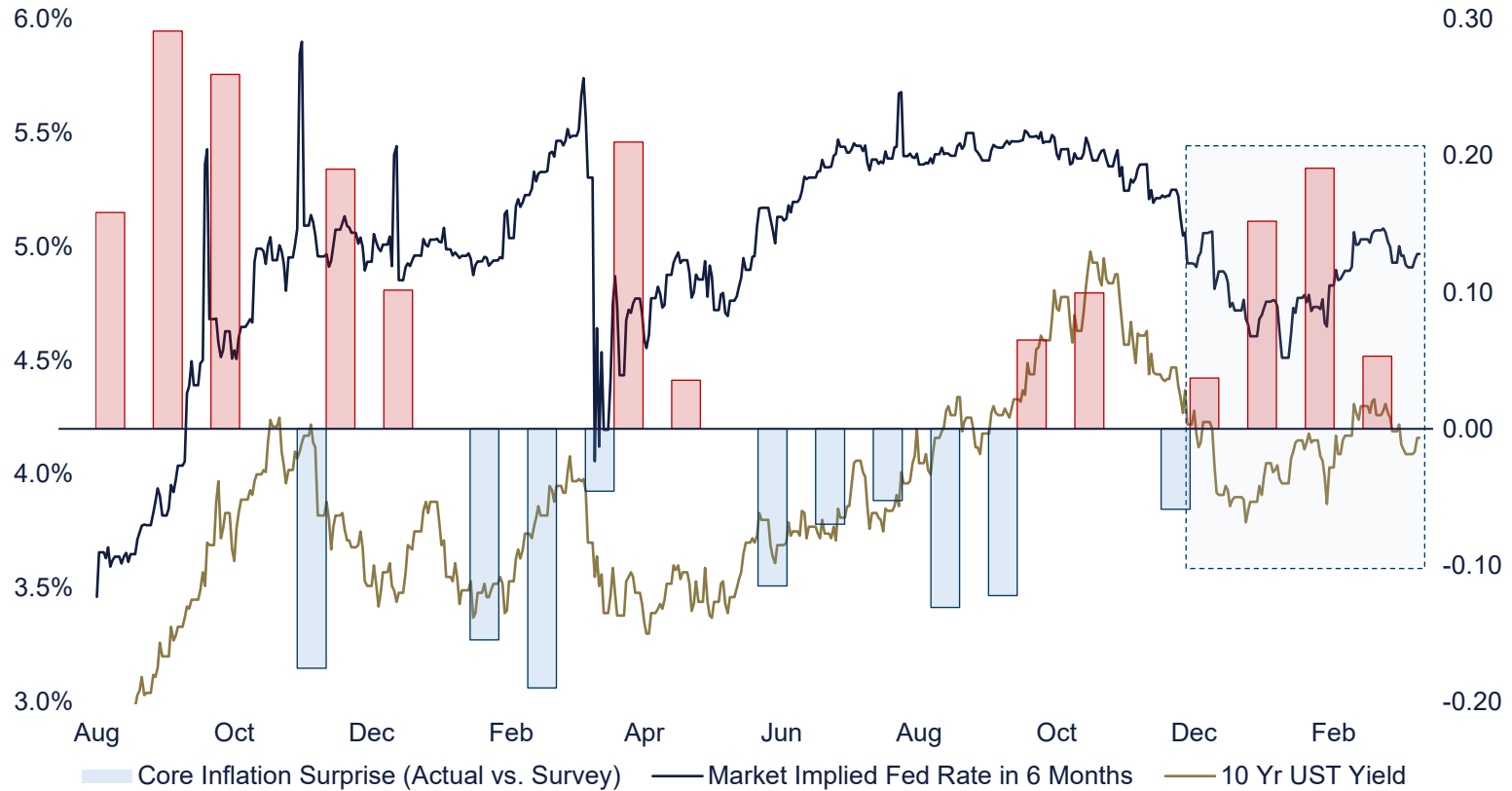
Marzo 2024

Resumen de mercados – Marzo 2024

- El último mes ha sido testigo de una **fuerte divergencia**. Los activos de riesgo, como las acciones, experimentaron un fuerte repunte, mientras que los bonos del Tesoro sufrieron caídas de precios, llevando su rentabilidad en lo que va del año a territorio negativo. Esto ocurrió en medio de gran **incertidumbre en torno al calendario de política monetaria** de la Reserva Federal. Cabe destacar que la volatilidad se mantuvo sorprendentemente moderada.
- Algunas partes del mercado mostraron **señales de actividad especulativa**, con las acciones “momentum” liderando las ganancias y las criptomonedas alcanzando nuevos máximos. Esta exuberancia contrastó con unos **datos macroeconómicos mixtos**. Si bien la confianza del consumidor repuntó ligeramente, los indicadores de actividad empresarial mostraron cierta contracción. Tanto la inflación general como la subyacente decepcionaron. Sin embargo, la inflación del sector servicios (especialmente los costes asociados a la vivienda) se moderó.
- Los datos económicos influyeron en las expectativas del mercado sobre posibles bajadas de tipos. **El mercado ahora anticipa ahora dos recortes para mediados de año, seguidos de otro antes de fin de año**. Esto refleja una Fed más “hawkish” en comparación con las proyecciones anteriores. Aún más importante para la valoración de los activos, las tasas de interés a largo plazo también repuntaron.
- A pesar de un entorno de tipos de interés menos favorable, **el rally en las bolsas continúa**. Con la temporada de presentación de resultados concluida, **los analistas están revisando al alza las estimaciones**. Esto era de esperar a medida que aumenta la probabilidad de un escenario de “aterrizaje suave”. Si bien esto respalda las valoraciones actuales, también **aumenta el riesgo de una corrección** si las ganancias decepcionan.
- Los inversores se enfrentan a una **difícil elección**. Por un lado, existe el riesgo de **perderse una subida** si el ciclo económico continúa expandiéndose. Por otro lado, las **valoraciones actuales parecen descontar por completo este entorno benigno**, dejando al mercado vulnerable frente a cualquier revés. Afortunadamente, los bonos ahora ofrecen un buen colchón para mitigar la volatilidad del mercado de valores.

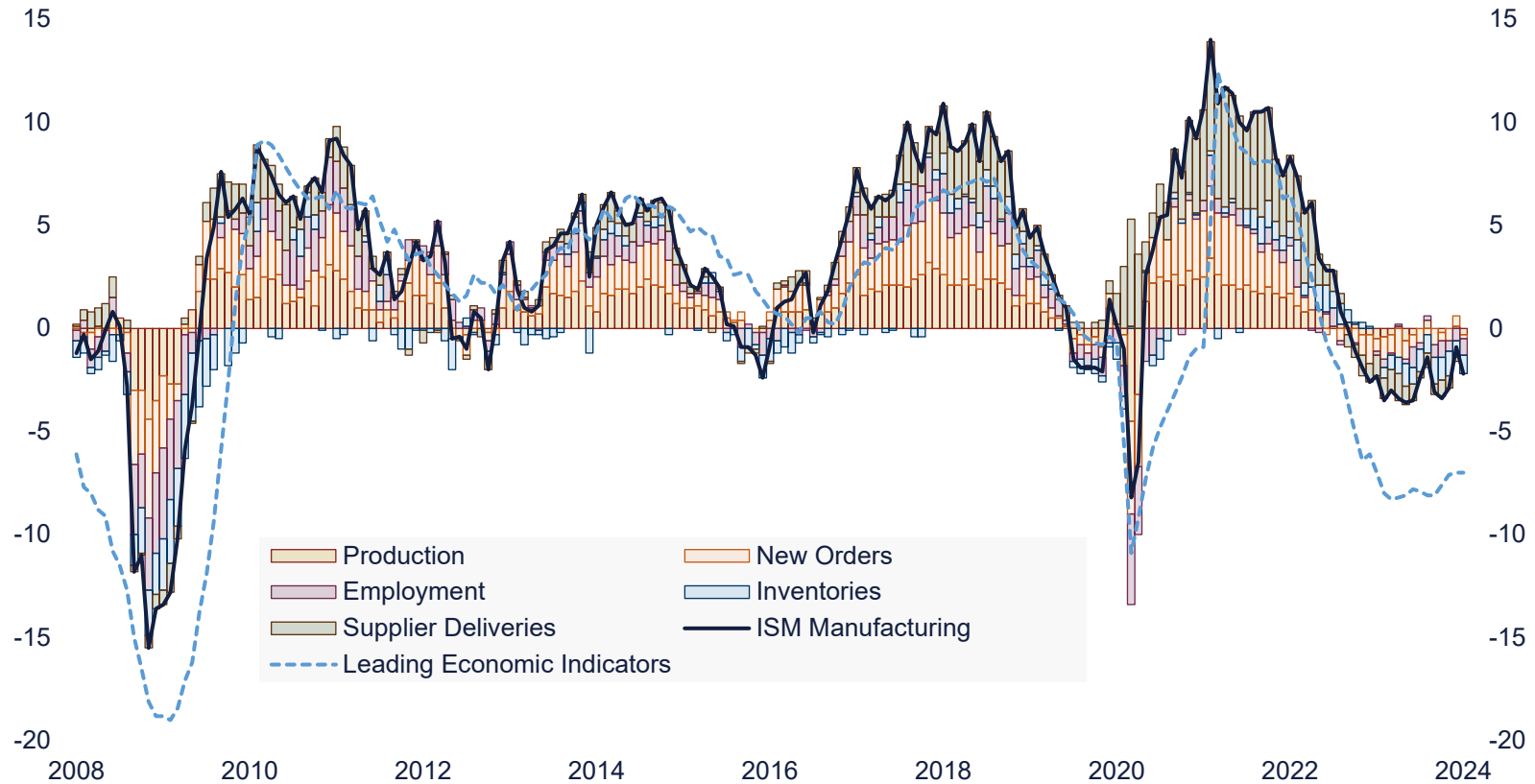
| | Clase de activo | Posicionamiento | Justificación |
|---------------------------------|---------------------|-----------------|---|
| Renta Fija | Investment Grade US | + | Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Dados 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 |

Las sorpresas negativas retrasan las bajadas



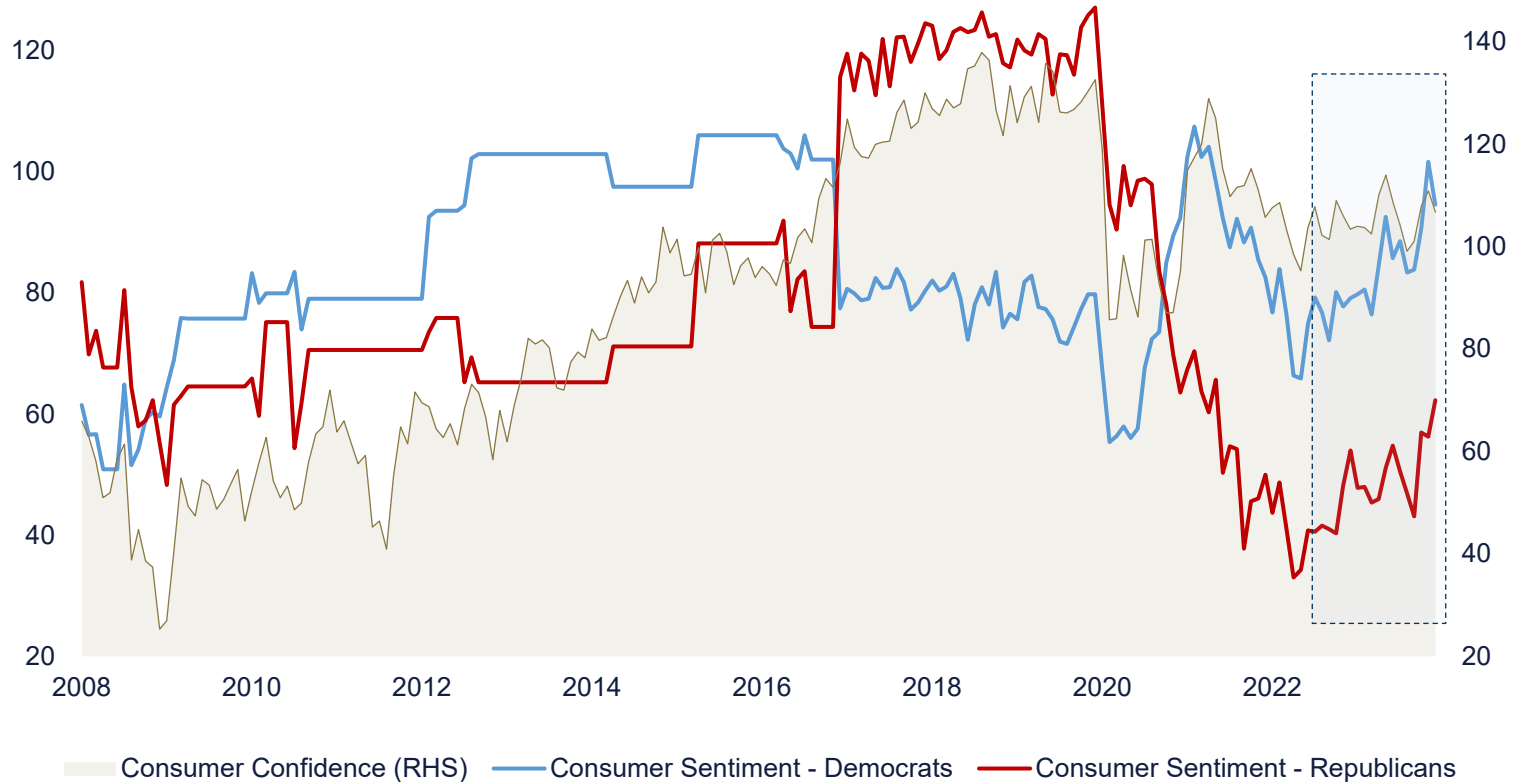
- La inflación ha decepcionado frente a las expectativas de los analistas. Esto ha llevado a la Fed a **posponer la fecha de los primeros recortes de tipos**, y esperar a tener mayor confianza de que la inflación se acerca a su nivel objetivo.
- Los **tipos de interés a largo plazo también han reflejado este retroceso**, impactando sobre las valoraciones de los activos financieros.

Se retrasan las bajadas, se retrasa la recuperación



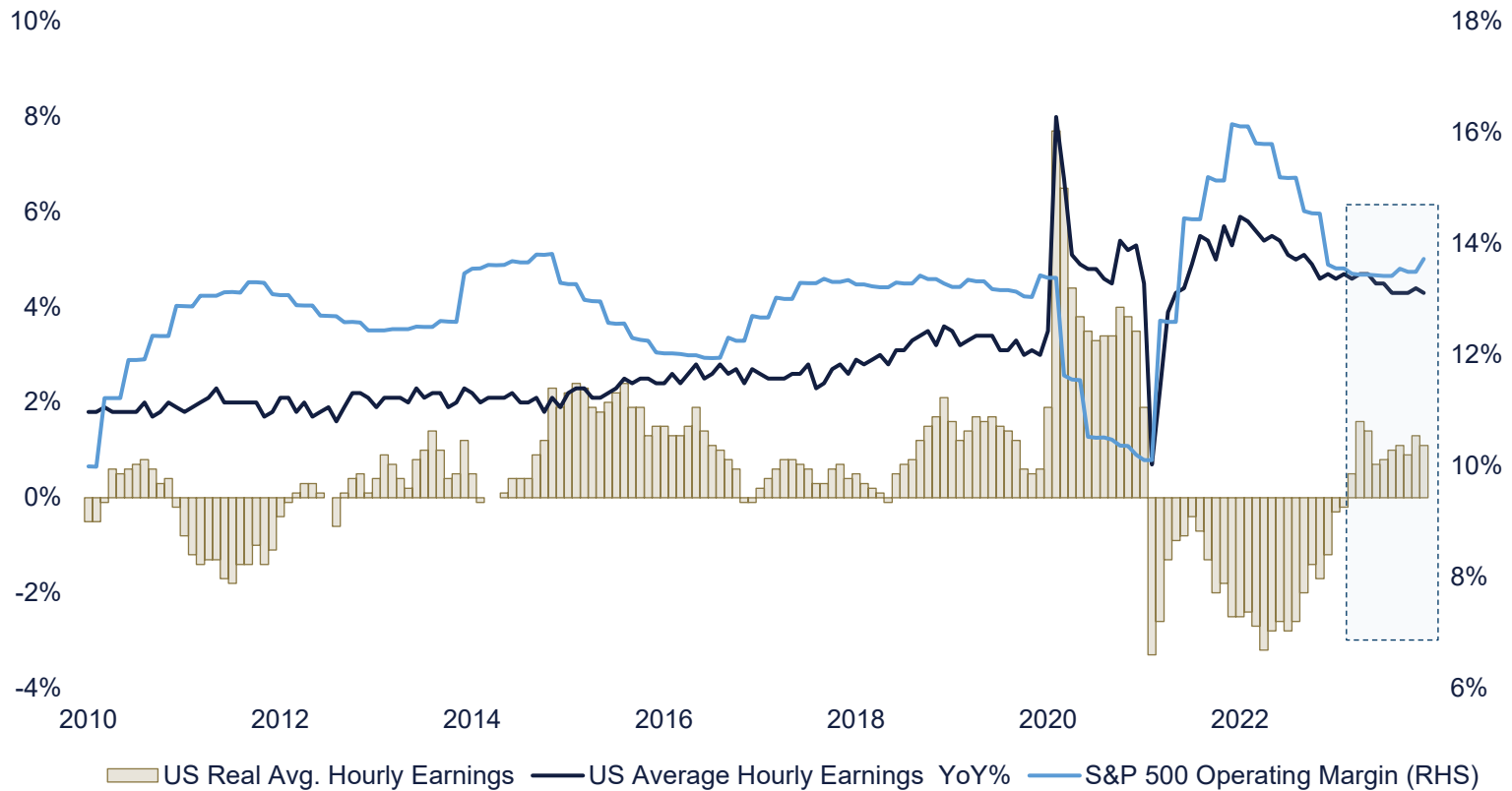
- A medida que se modulan las perspectivas de bajadas de tipos, el reciente repunte en los indicadores adelantados de la actividad empresarial se ha estancado.
- El periodo de **contracción es ya similar en duración al de la crisis financiera**, pero la profundidad de la caída es significativamente menos severa.

A los consumidores no les importa el retraso en las bajadas



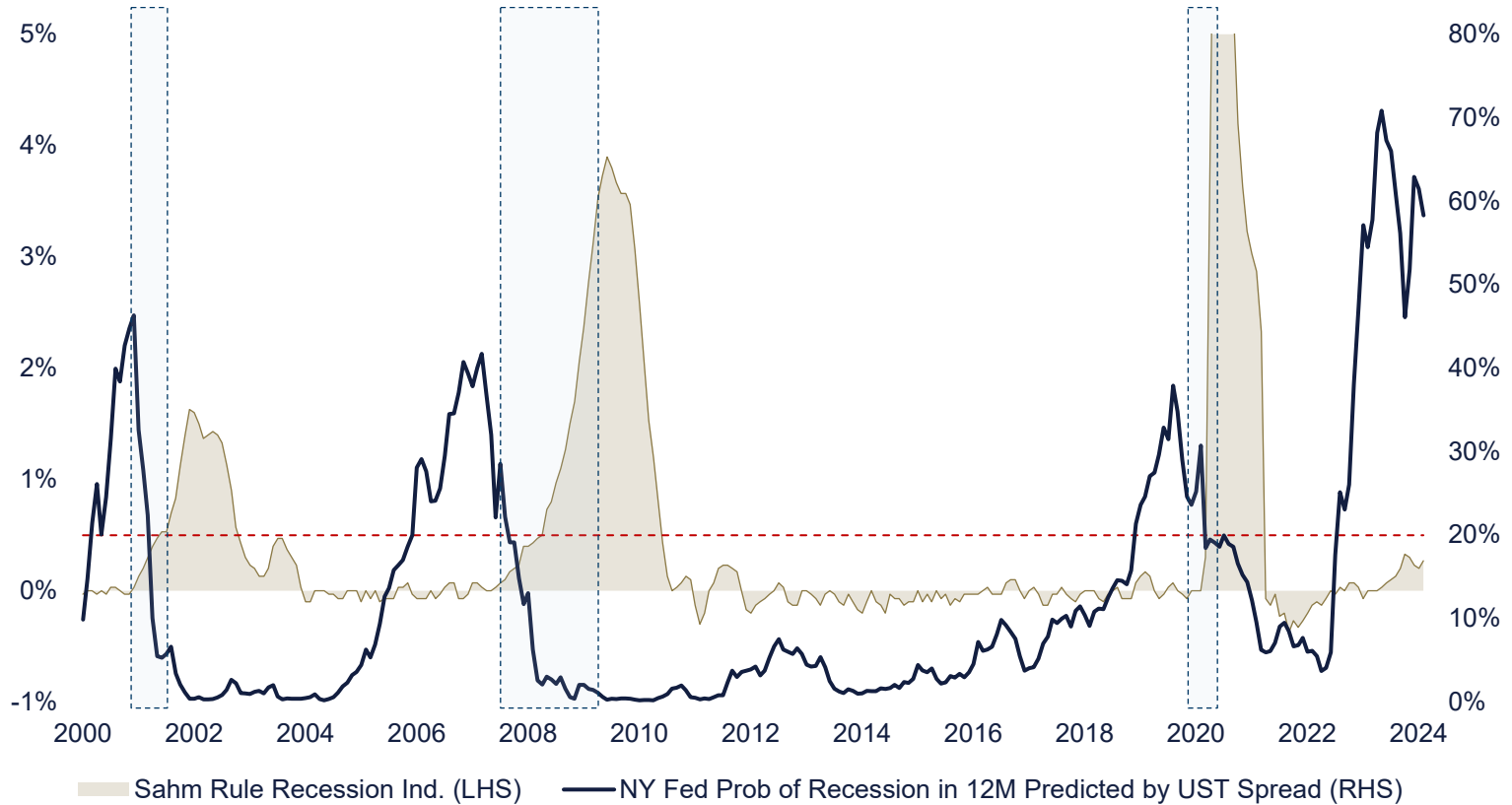
- A diferencia del sentimiento empresarial, la **confianza del consumidor sigue mejorando, sin verse afectada por el calendario de las bajadas de tipos.**
- Unos **sólidos fundamentos**, como el bajo nivel de deuda de los hogares, las tasas hipotecarias fijadas a niveles muy bajos y un fuerte mercado laboral, blindan parcialmente a los consumidores.

El alza salarial es una amenaza



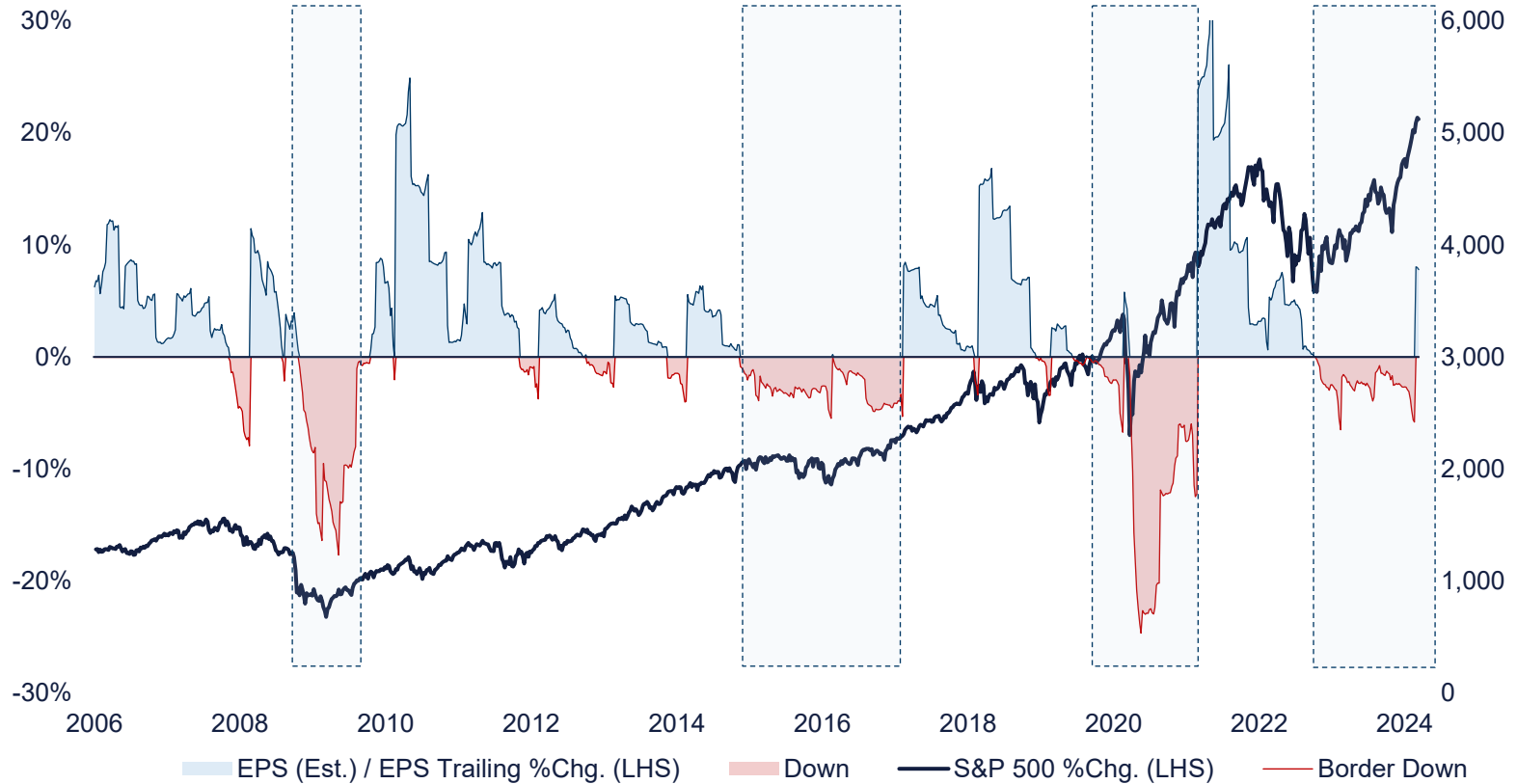
- El **crecimiento de los salarios y los costes asociados a la vivienda son los principales obstáculos** para que la Fed alcance su objetivo de inflación del 2%. Si bien ambos muestran signos de moderación, el ritmo de descenso es lento.
- Esto supone una **espada de doble filo para la Fed**. El alza salarial puede mantener elevadas las presiones inflacionistas, ya que las empresas podrían trasladar los costos más altos a los consumidores. Además, para gestionar estos costes, las empresas pueden recurrir a la reducción de personal, lo que frena el crecimiento económico.

El riesgo de recesión no ha desaparecido



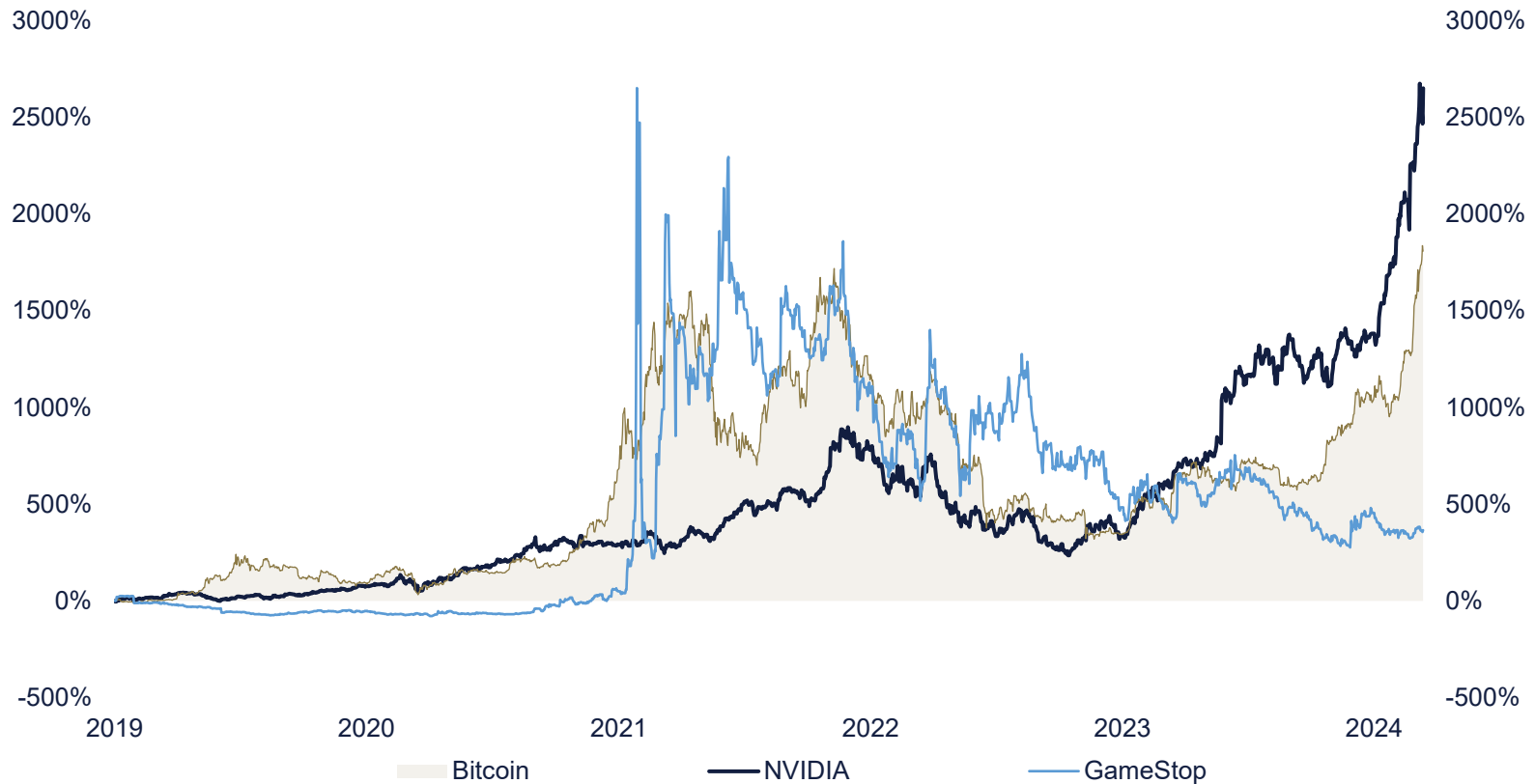
- **Los indicadores adelantados y la curva de tipos apuntan a una posible recesión.** Sin embargo, los diferenciales de crédito y el comportamiento del consumidor presentan un panorama diferente.
- **El mercado laboral envía señales contradictorias.** Si bien los datos de creación de empleo son buenos, el índice de desempleo (basado en encuestas), está aumentando lentamente, aunque desde niveles históricamente bajos.

Riesgo de corrección



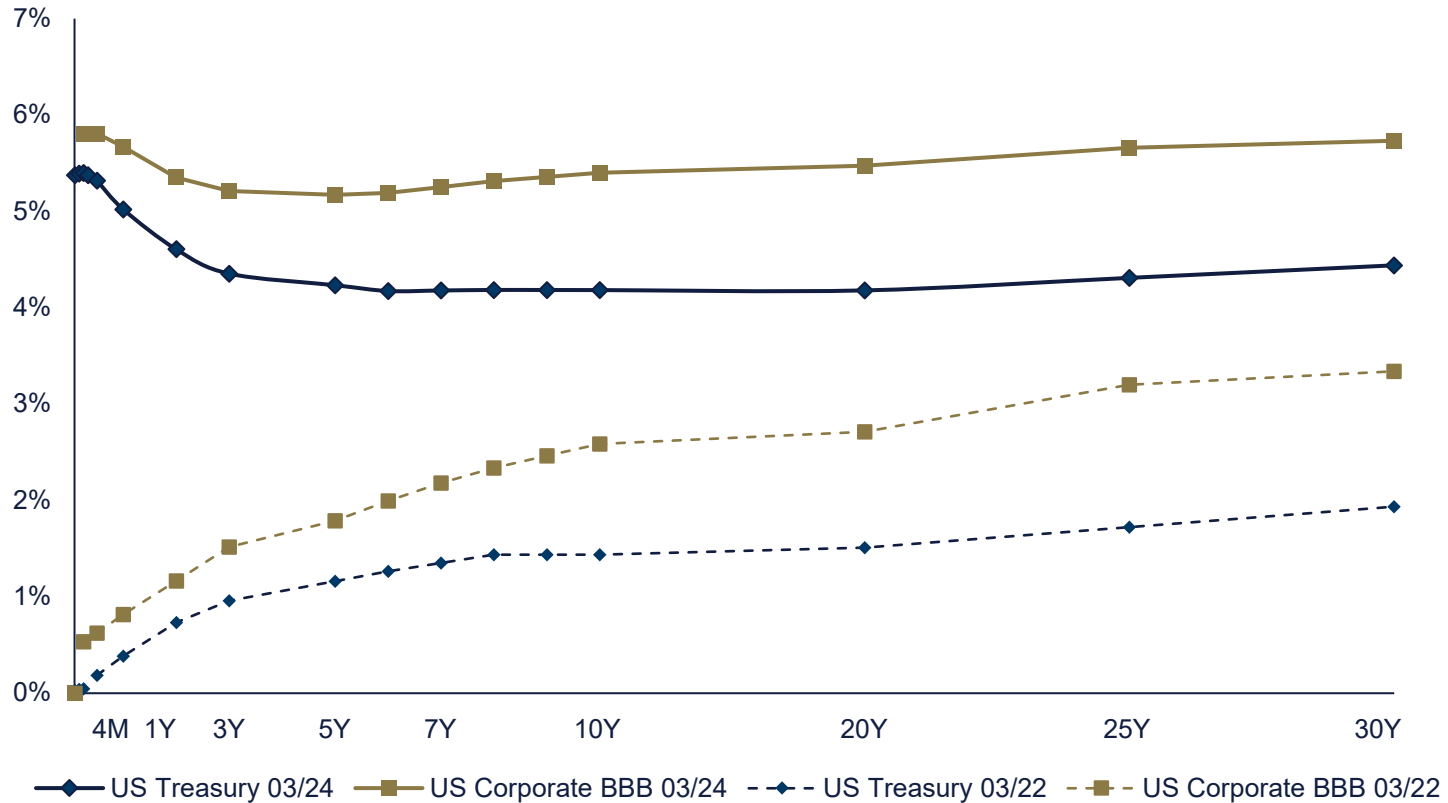
- Con la temporada de presentación de resultados finalizada, **los analistas están revisando sus expectativas al alza**, en línea con una posible reactivación de la actividad económica.
- Si bien estas revisiones **dan sostén las valoraciones actuales**, también **aumentan el riesgo de una corrección**. Esto es debido a que pueden venir decepciones tanto si las bajadas de tipos son menores de los esperado, como si los beneficios se quedan por debajo de las expectativas.

El momento viaja en ambas direcciones



- El mercado está mostrando **señales de un aumento de la actividad especulativa**, que recuerda a lo visto en 2021. Sin embargo, esta vez se produce en un entorno de tipos de interés más altos.
- Si bien unos fundamentos sólidos pueden justificar el momento experimentado por determinadas acciones, **seguimos recomendando concentrarse en empresas de calidad y crecimiento sostenido.**

Curva aplanada, priorizar riesgos



- Las altas rentabilidades de los bonos ofrecen **protección frente a la volatilidad de la bolsa**. Sin embargo, una **curva de tipos completamente plana** reduce los beneficios potenciales (y los riesgos adicionales) de extender los plazos.
- Además, **los diferenciales de crédito son más amplios en el extremo corto de la curva**, lo que refuerza nuestra recomendación de invertir en bonos de alta calidad y corta duración.

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% | 25% | 55% |

Catalizadores a corto plazo

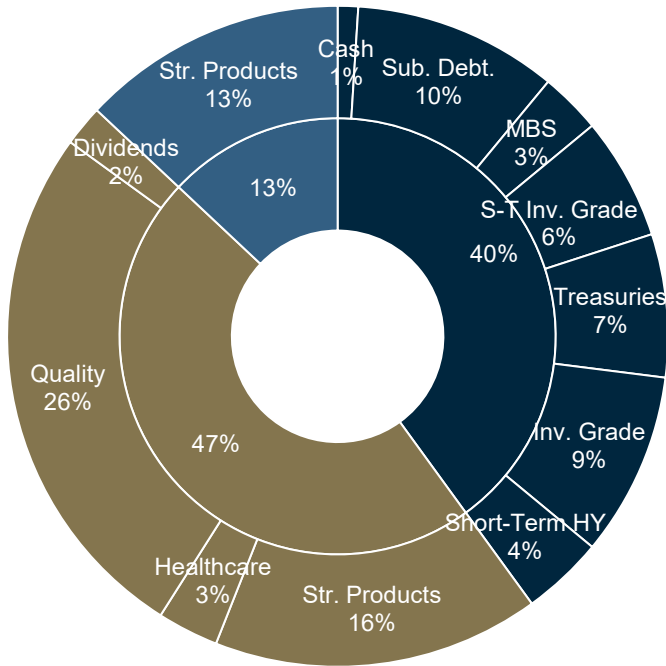
Acuerdo de paz en Ucrania, Bajada de la inflación, Continúa la mejora en los problemas en la cadena de suministros

Otros riesgos

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

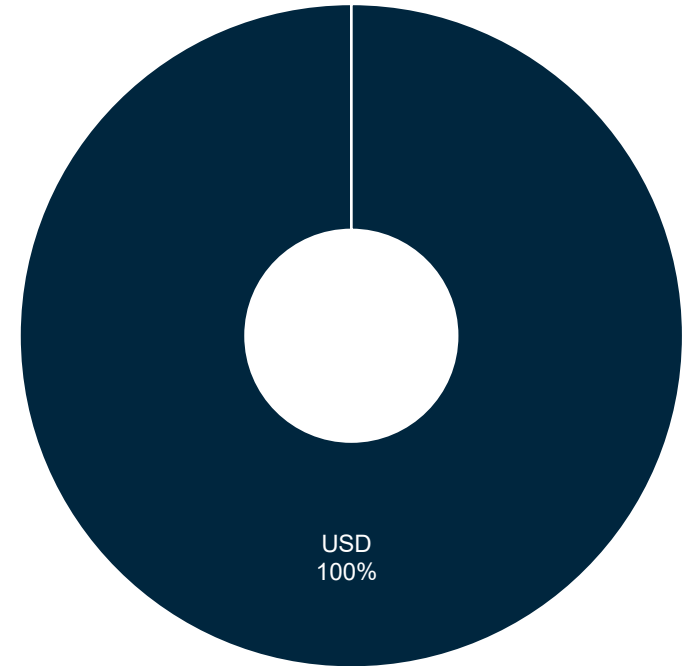
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



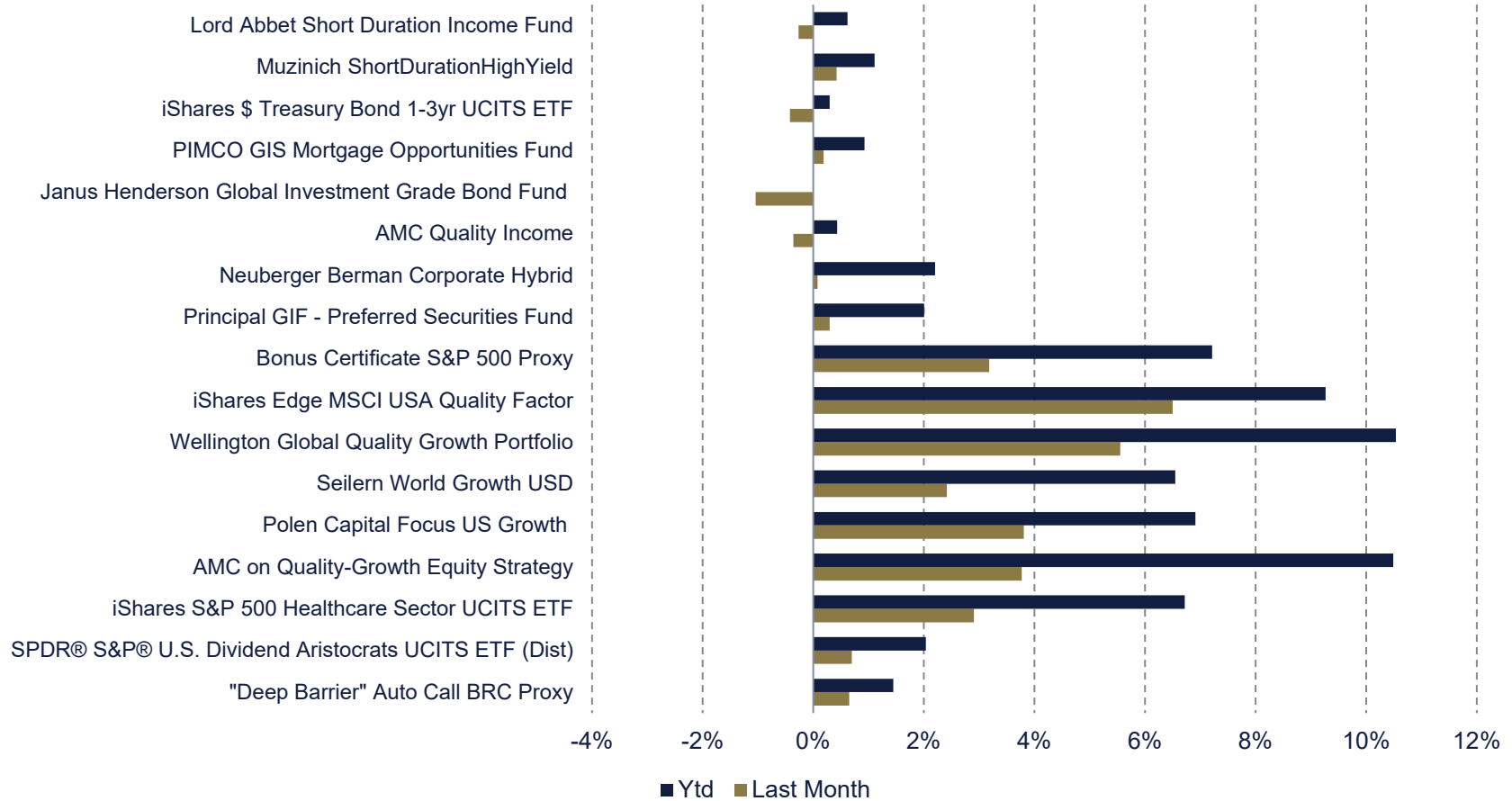
■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas



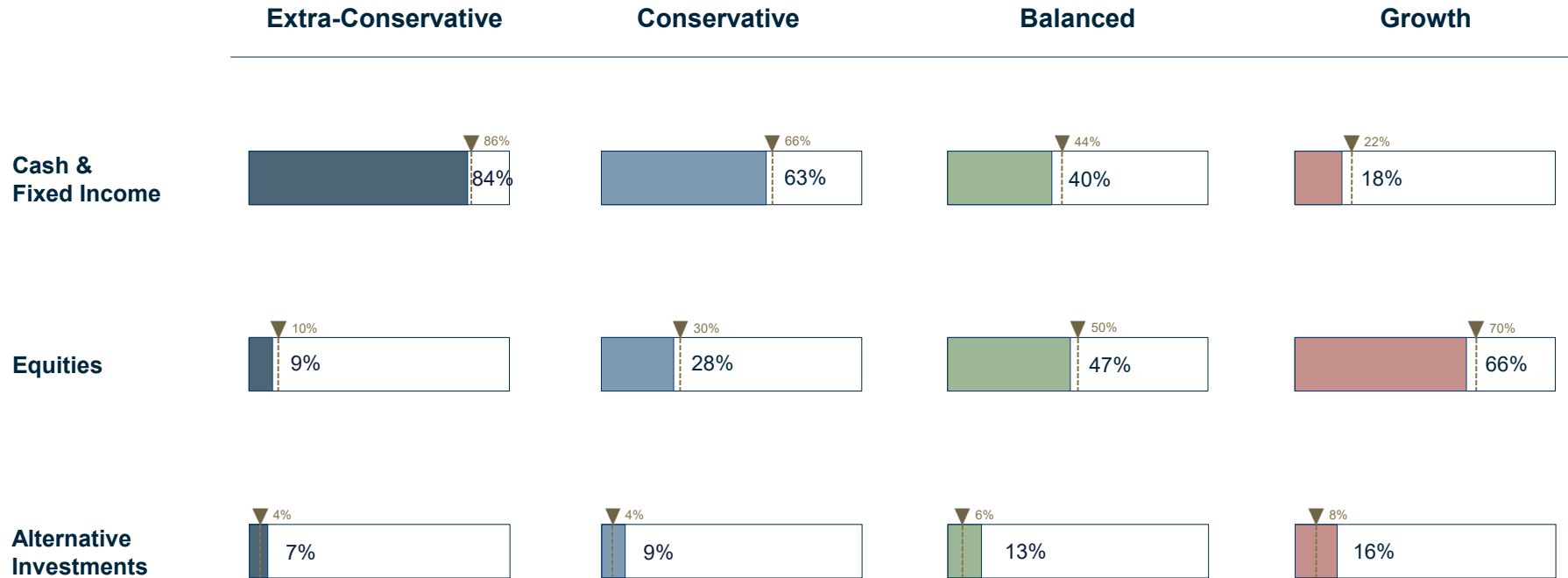
■ USD

Evolución de la cartera modelo



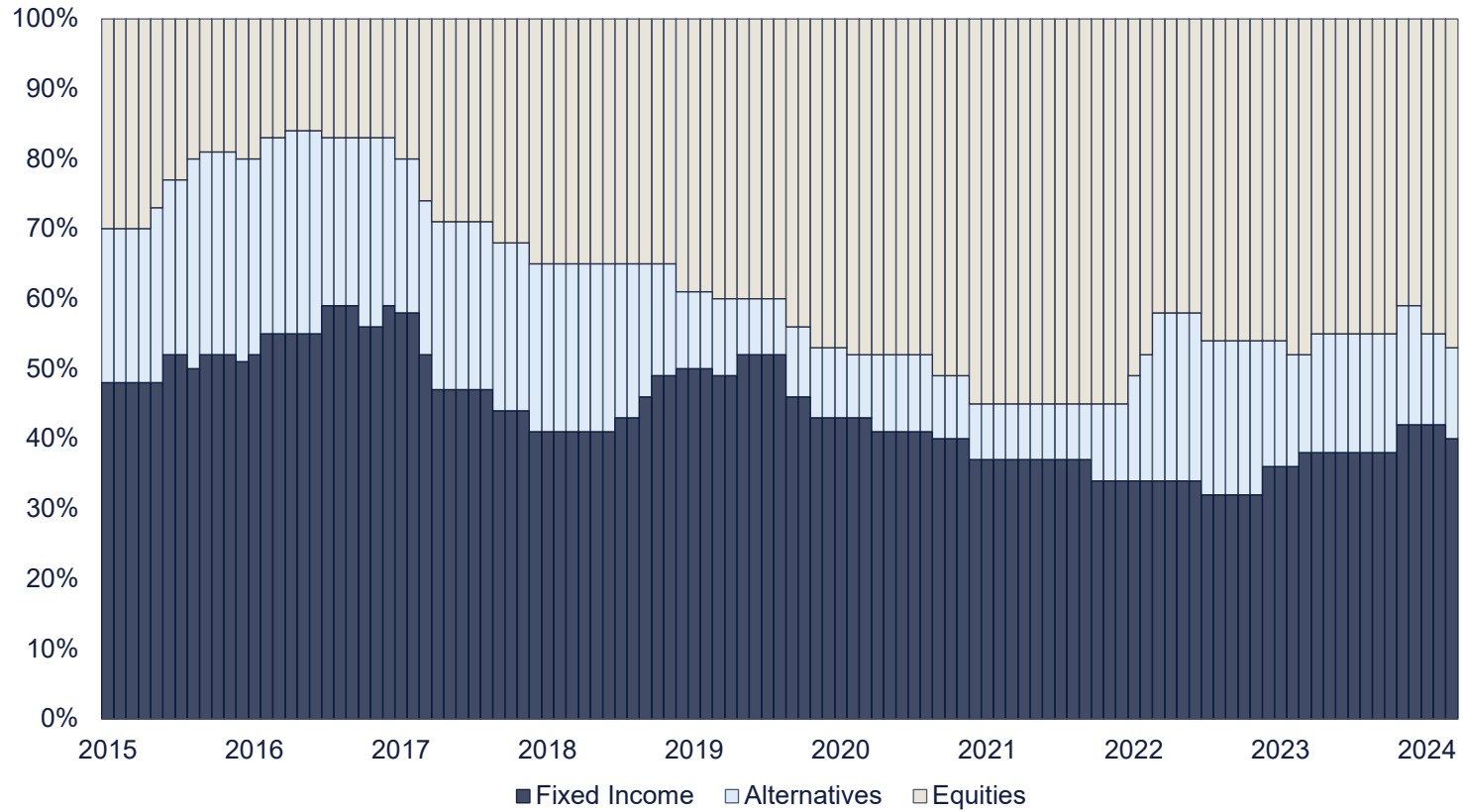
Fuente: Bloomberg, a 11 de marzo de 2024
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

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.