



Política de inversión

Octubre 2023

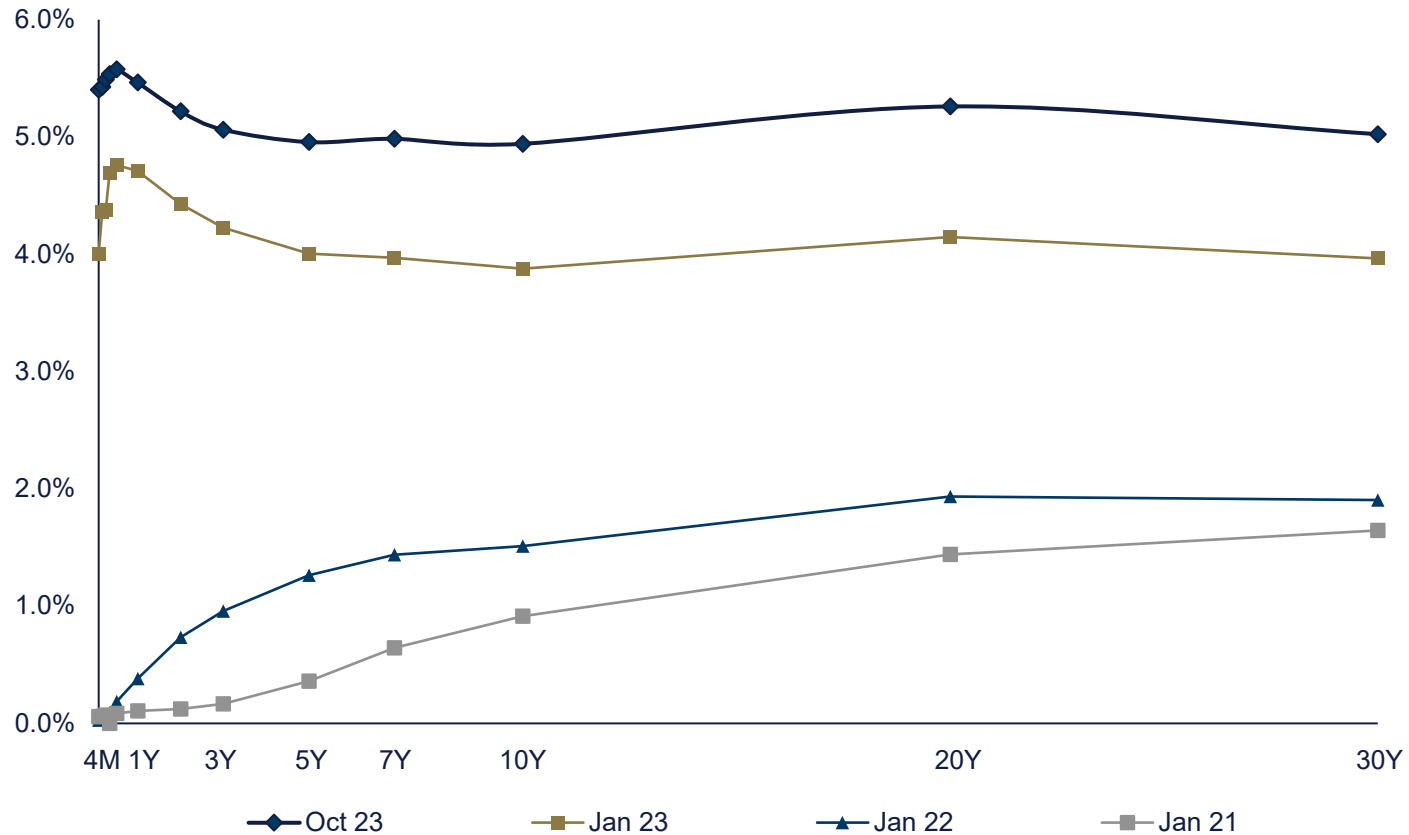
Resumen de mercados – Octubre 2023

- El **brusco movimiento de la curva de tipos** desde el verano ha eclipsado los datos macroeconómicos. Un desplazamiento de esta magnitud en tan solo tres meses, sin ninguna sorpresa importante en las publicaciones de datos económicos, es muy inusual y no tiene una explicación clara.
- Una interpretación es que los movimientos en el tramo largo de la curva reflejan un **discurso más agresivo de la Fed** desde el verano. Sin embargo, esto no explica completamente la magnitud del cambio. Otra interpretación es que los inversores han aceptado una nueva realidad de tipos de interés "higher for longer", como resultado de un **mayor crecimiento económico e inflación**. Sin embargo, no está claro qué es lo que habría cambiado desde el período de "estancamiento secular" que siguió a la Gran Crisis Financiera.
- La explicación más mundana pero también más plausible son los meros **cambios en oferta y demanda**. El gobierno de EE.UU. está incurriendo en un gran déficit fiscal que debe financiarse, y algunos de los compradores habituales (la Fed, Japón y China) están reduciendo sus reservas de bonos del Tesoro.
- **Las implicaciones para la economía de este nuevo régimen de tipos de interés están inextricablemente vinculadas a sus causas**. Si los tipos están altos porque estamos entrando en una era de crecimiento económico más robusto, el riesgo de recesión no es tan acusado. Esto es lo que los mercados de crédito y los mercados de valores parecen estar descontando. Sin embargo, si la causa es el derroche del gobierno, una recesión es más probable y sería más severa, ya que la política fiscal estaría mucho más restringida.
- **Las repercusiones para los precios de los activos también varían ampliamente según el motivo del aumento**. Si las ganancias corporativas se acelerarían con una economía más fuerte, los diferenciales de crédito y las primas de riesgo de la bolsa son razonables. Sin embargo, si la economía se estanca, las ganancias caerán. Y cuando la Fed inevitablemente baje los tipos de interés, no hay garantía de que los tipos en el largo plazo hagan lo mismo. Una disyunción similar amenaza al mercado inmobiliario, ya que los tipos hipotecarios han alcanzado el 8%, lo que ha llevado la asequibilidad de la vivienda a su nivel más bajo registrado. Cualquier aumento significativo en el desempleo podría poner en marcha una gran corrección en los precios de la vivienda, con efectos secundarios en la economía.

Política de inversión

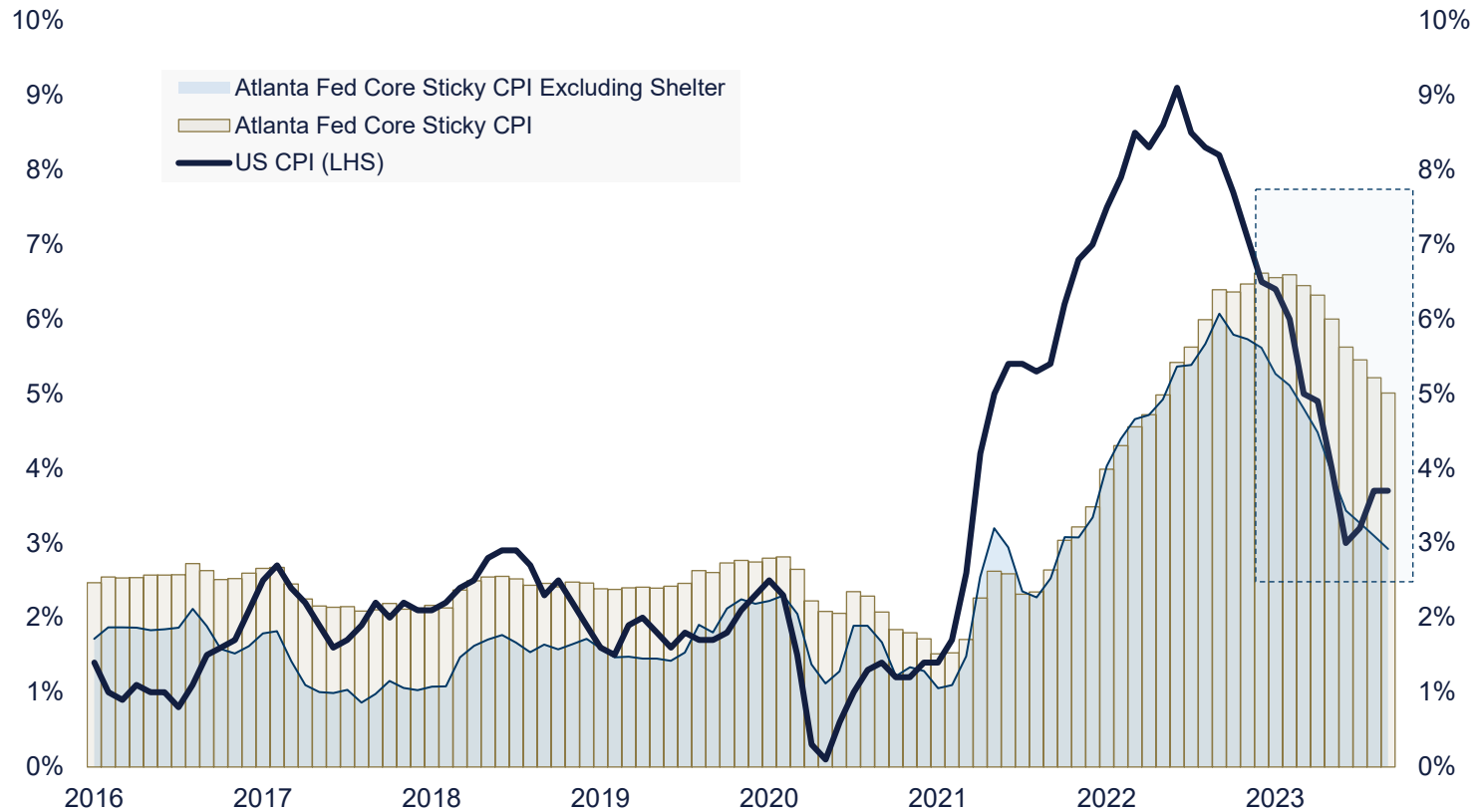
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Investment Grade US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Dados los riesgos macroeconómicos binarios a los que nos enfrentamos (estancamiento frente a recesión), favorecemos los TIPS y bonos a corto plazo
	Crédito US	=	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	=	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	=	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

Un cambio tectónico



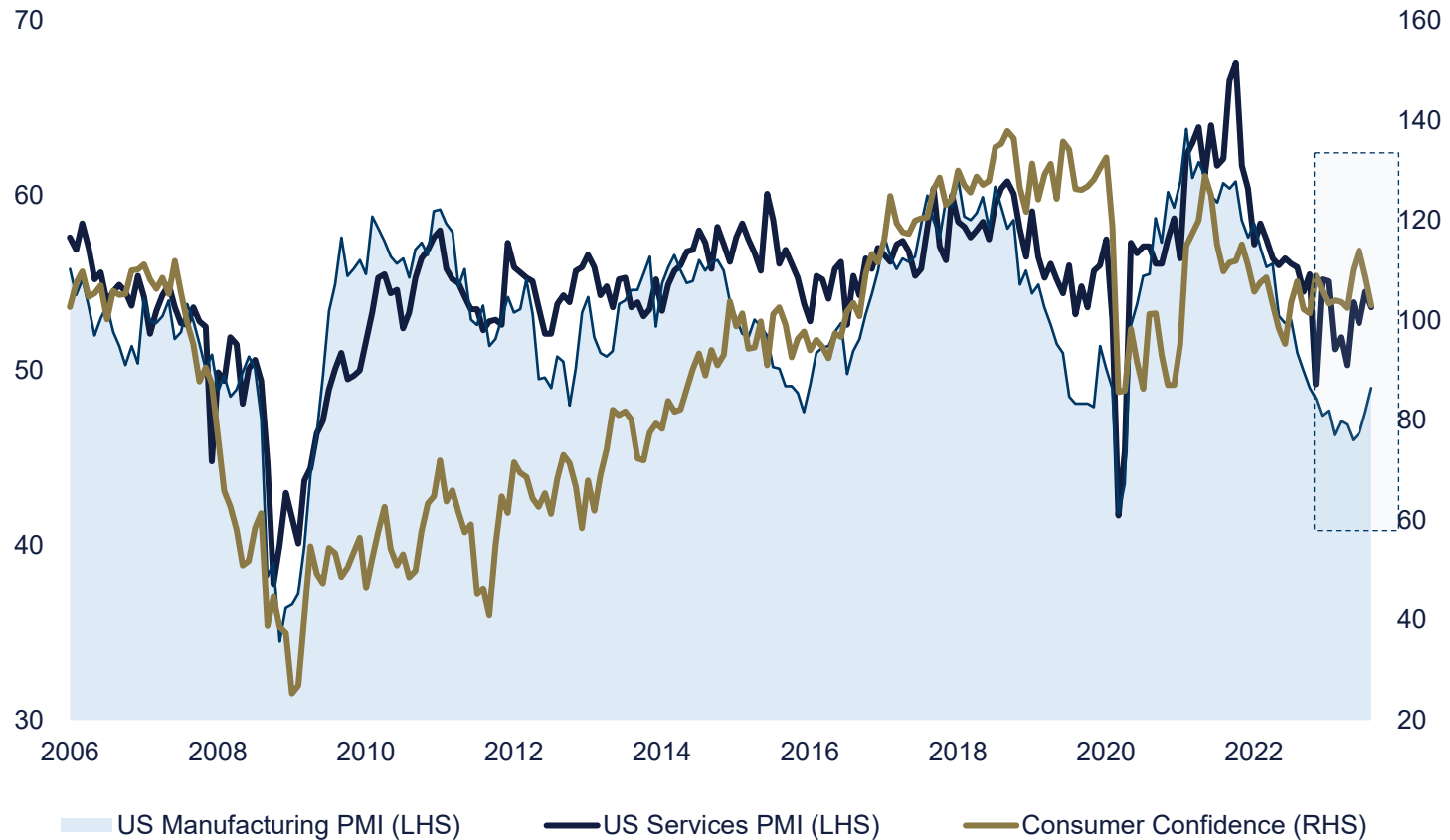
- La **volatilidad en el mercado de bonos del Tesoro** ha eclipsado los datos macroeconómicos.
- Los tipos de interés a largo plazo han alcanzado **niveles no vistos desde 2007**, antes de la Gran Crisis Financiera. Si bien se intuyen algunos de los factores que contribuyen a este aumento, la explicación completa sigue siendo esquiva.

Primera hipótesis: la inflación y la Fed



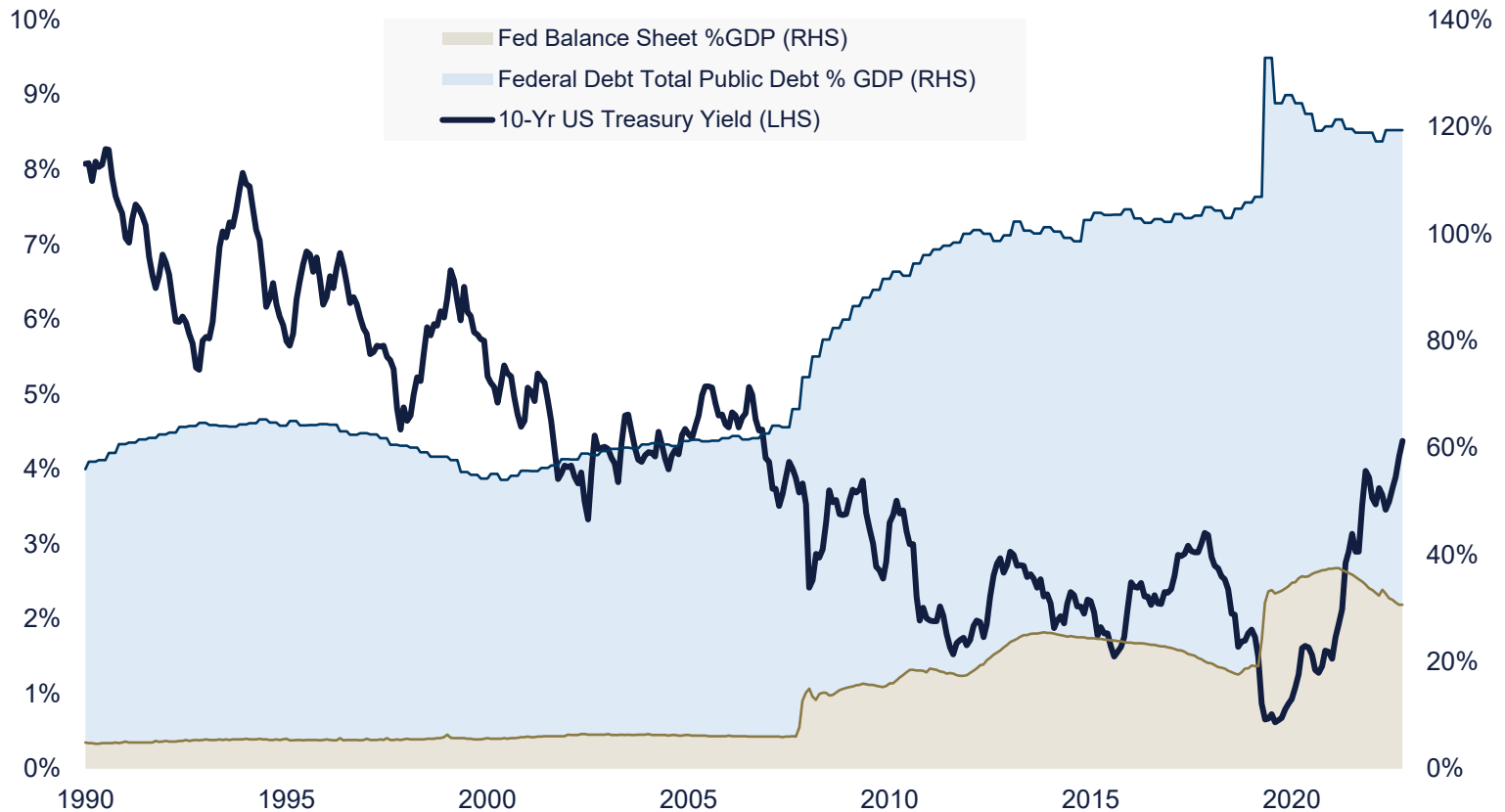
- Si bien la **inflación de septiembre fue ligeramente superior a las expectativas**, la inflación subyacente (excluyendo los componentes de alimentos y energía) mantuvo su tendencia a la baja. El sector servicios es el principal impulsor de la inflación, y la **inflación de la vivienda** es el factor que contribuye de forma más significativa.
- La **resiliencia del mercado de la vivienda** es probablemente un **factor clave en la postura de la Fed**.

Segunda hipótesis: una economía resiliente



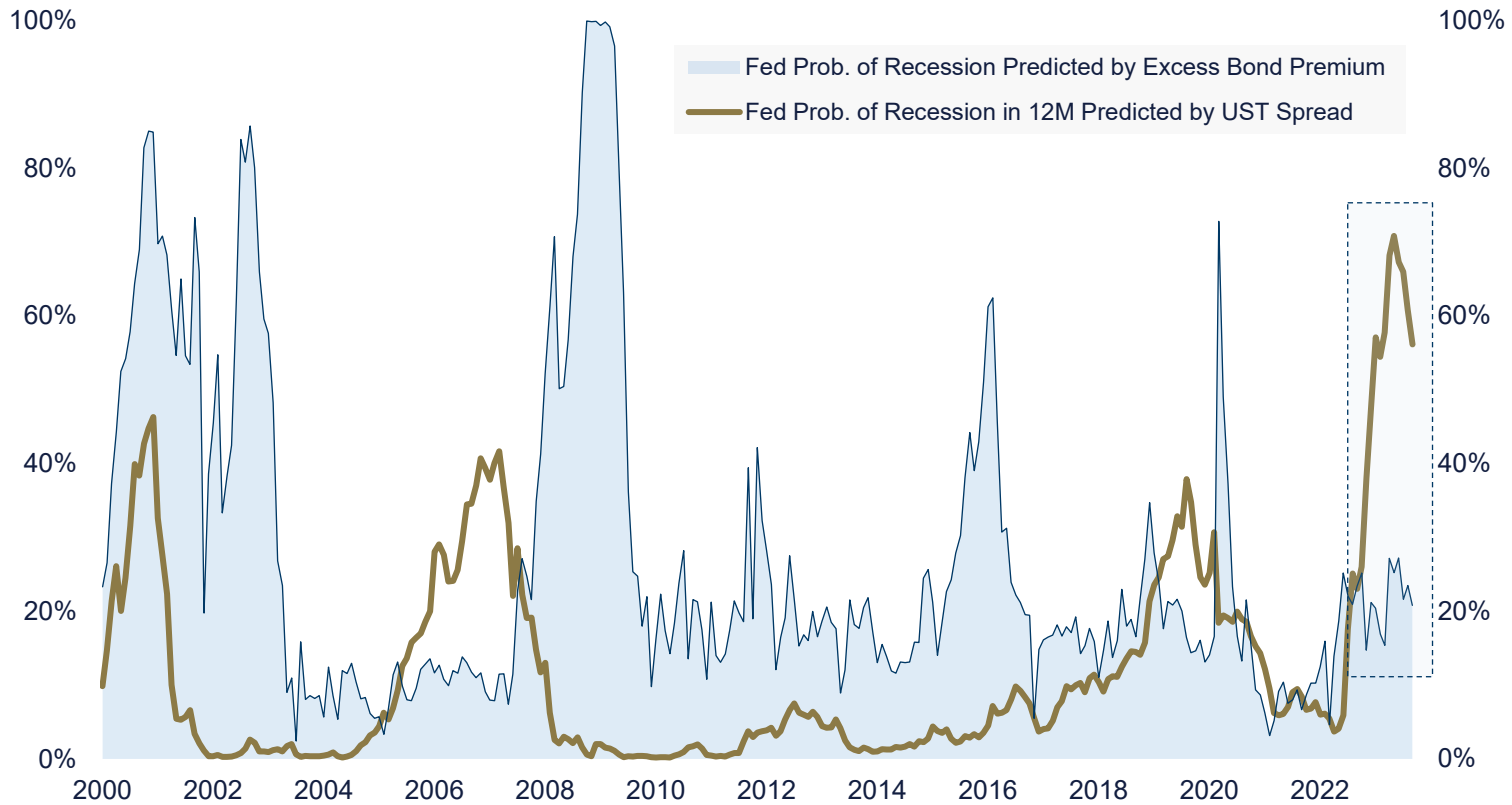
- La **resiliencia de la economía** a pesar de las condiciones monetarias ha sorprendido sin duda a la mayoría de los analistas. Los consumidores apenas se han visto afectados y siguen apoyando la economía de servicios. El sector de manufacturas también parece estar saliendo ahora del bache.
- Sin embargo, esta resiliencia es **consistente con un escenario de "aterrizaje suave"**, más que con un período de fuerte crecimiento económico que eleve la tasa de interés natural (neutral).

Tercera hipótesis: oferta y demanda



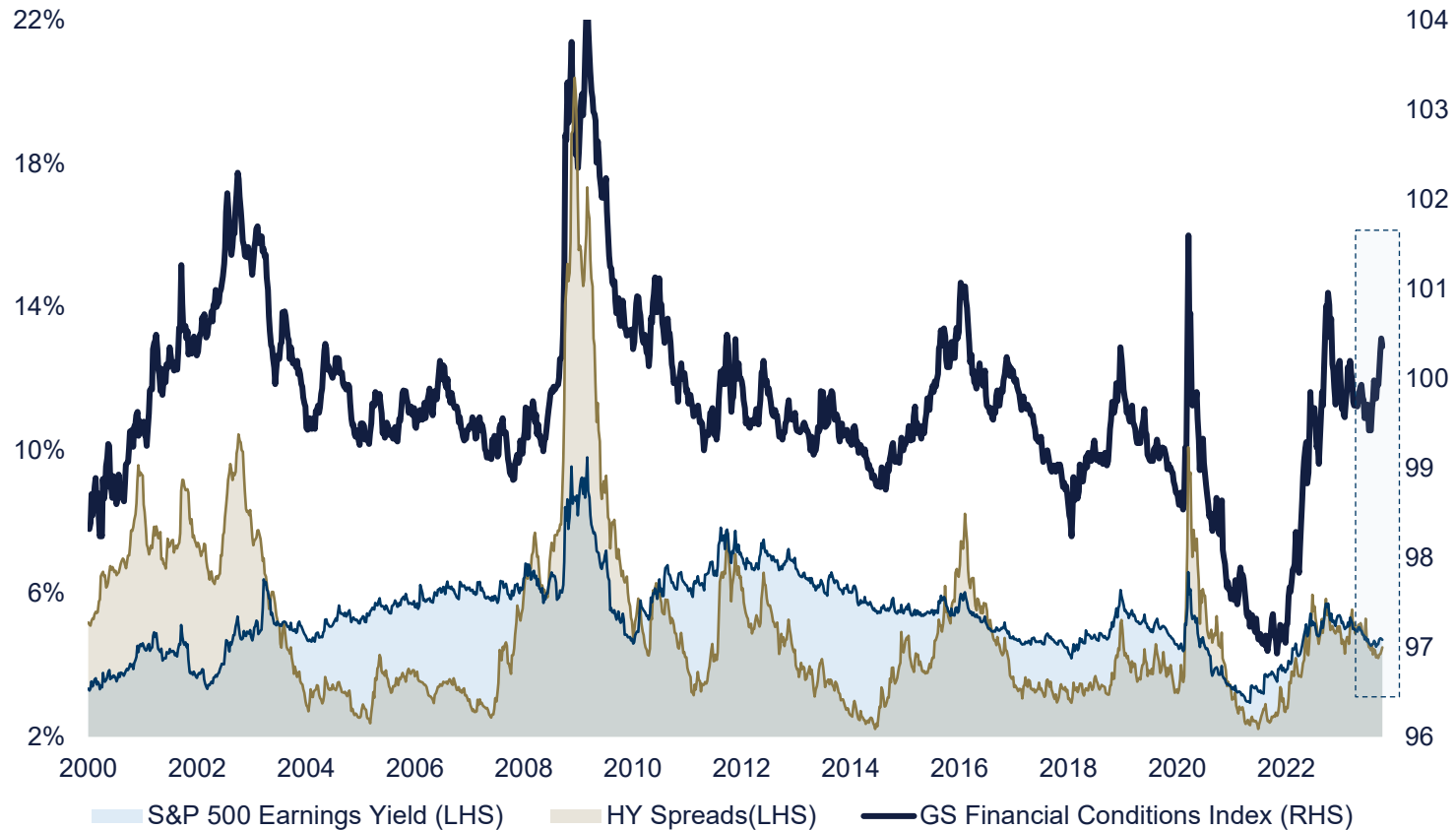
- El gobierno de EE.UU. está incurriendo en un **gran déficit fiscal** que debe financiarse, y algunos compradores habituales (la Fed, Japón y China) están reduciendo sus reservas.
- Además de la lógica económica, hay algunas pruebas que respaldan esta tesis, ya que parte de **la volatilidad en el mercado de bonos del Tesoro se ha producido en torno a los días de subasta.**

Cada cual lo ve de una manera



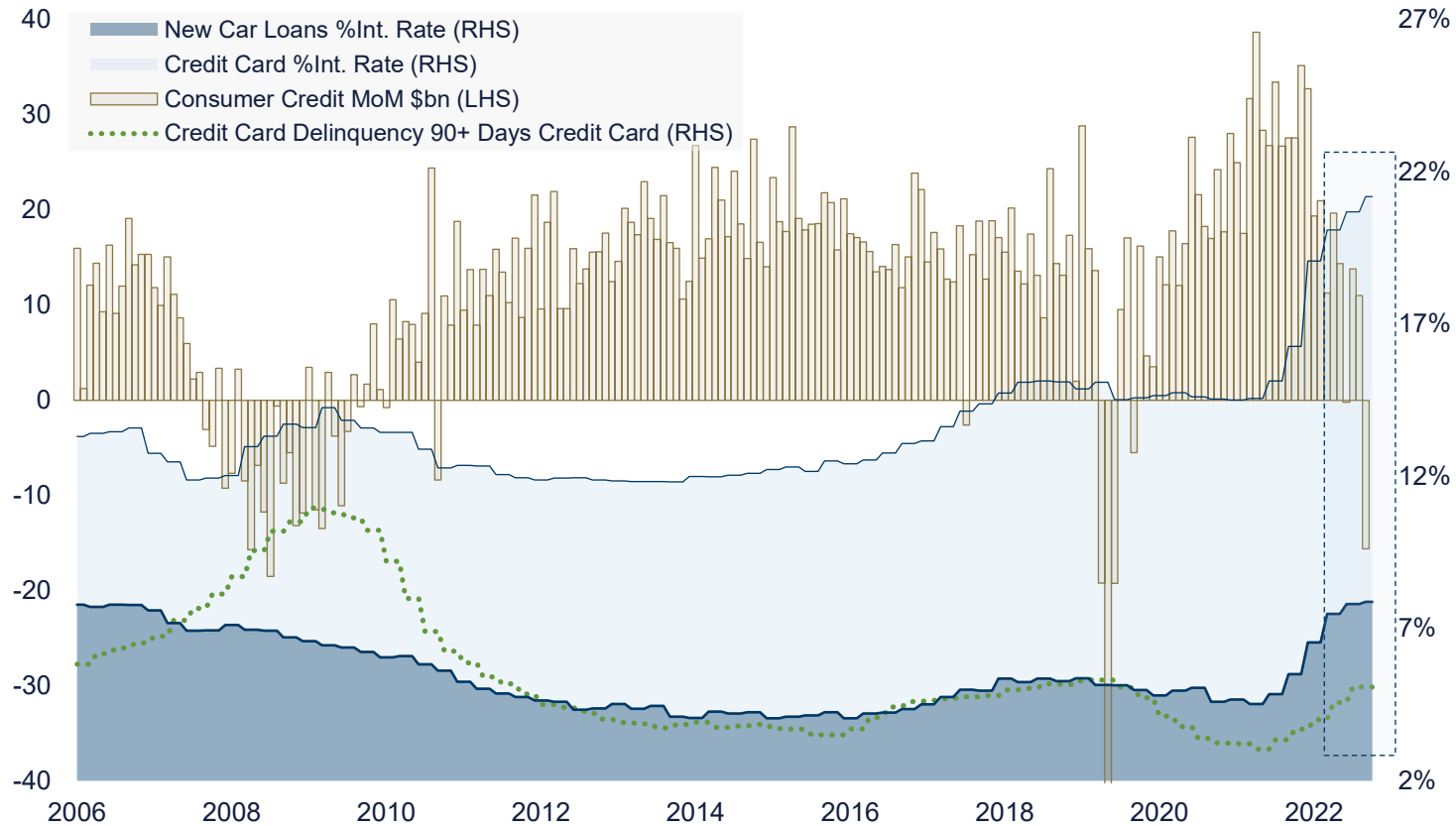
- **Si los tipos son altos debido a una economía más fuerte, el riesgo de recesión no debería ser tan elevado.** Esto es lo que parecen estar descontando los mercados de crédito. La **curva de tipos también está ahora menos invertida**, lo que sugiere una menor probabilidad de recesión.
- Sin embargo, si las tasas están impulsadas por **"vigilantes de bonos"** que exigen rendimientos más altos para financiar el déficit del gobierno, podríamos estar encaminados hacia un escenario más precario. En este caso, podría producirse una **contracción de la actividad económica sin mucho margen de maniobra en política fiscal**

Las expectativas también cuentan



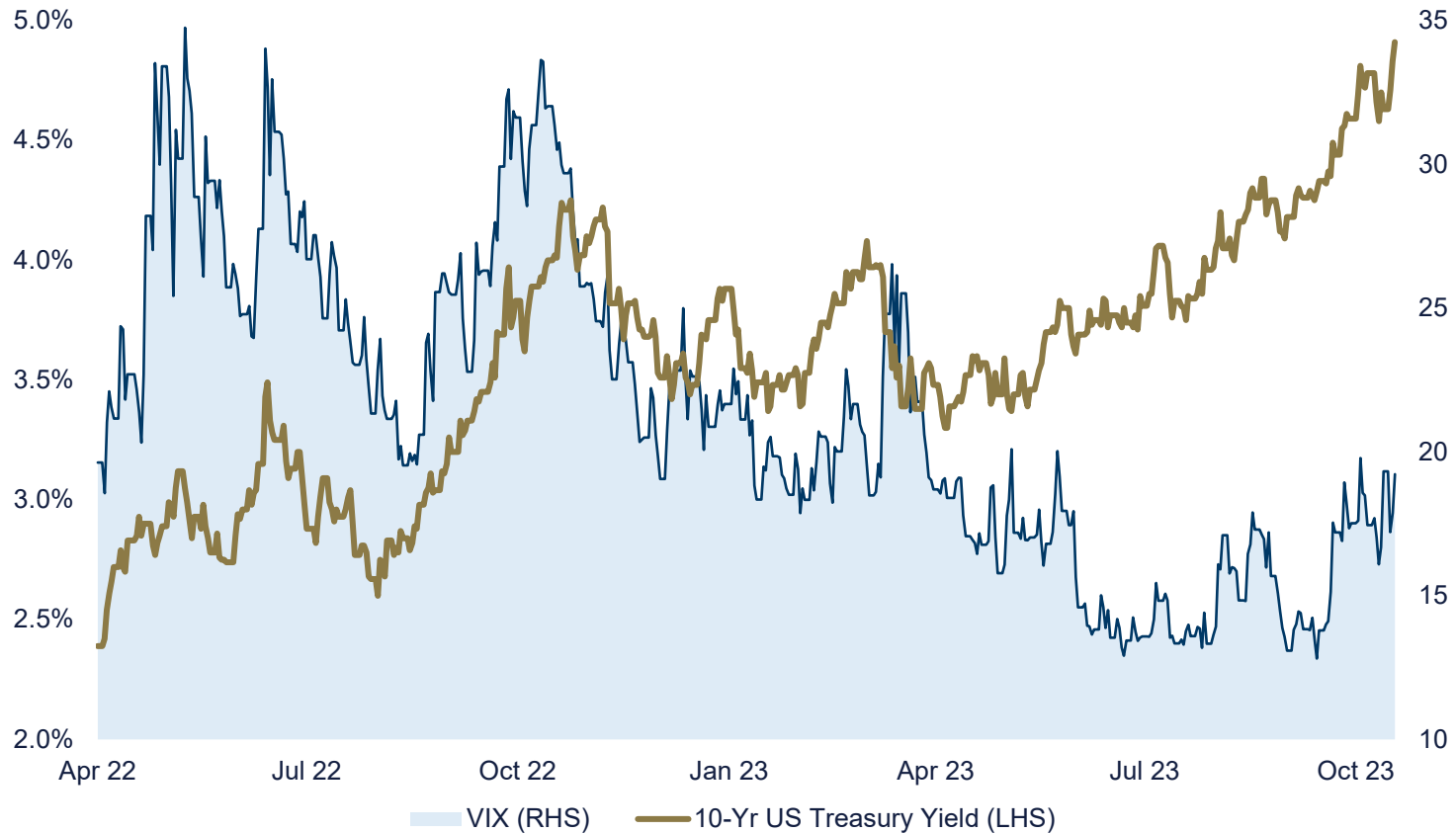
- Aunque la curva de tipos ha experimentado un cambio masivo, las **condiciones financieras se han endurecido sólo de forma limitada**.
- Esto se debe a que **las primas de riesgo de acciones y bonos siguen siendo relativamente bajas**, lo que compensa parcialmente el aumento de las tasas de interés. Además, **el dólar se ha apreciado solo moderadamente**, ya que la mayoría de los bancos centrales han seguido el ejemplo de la Fed al subir las tasas de interés.

¿O estamos viviendo tiempo prestado?



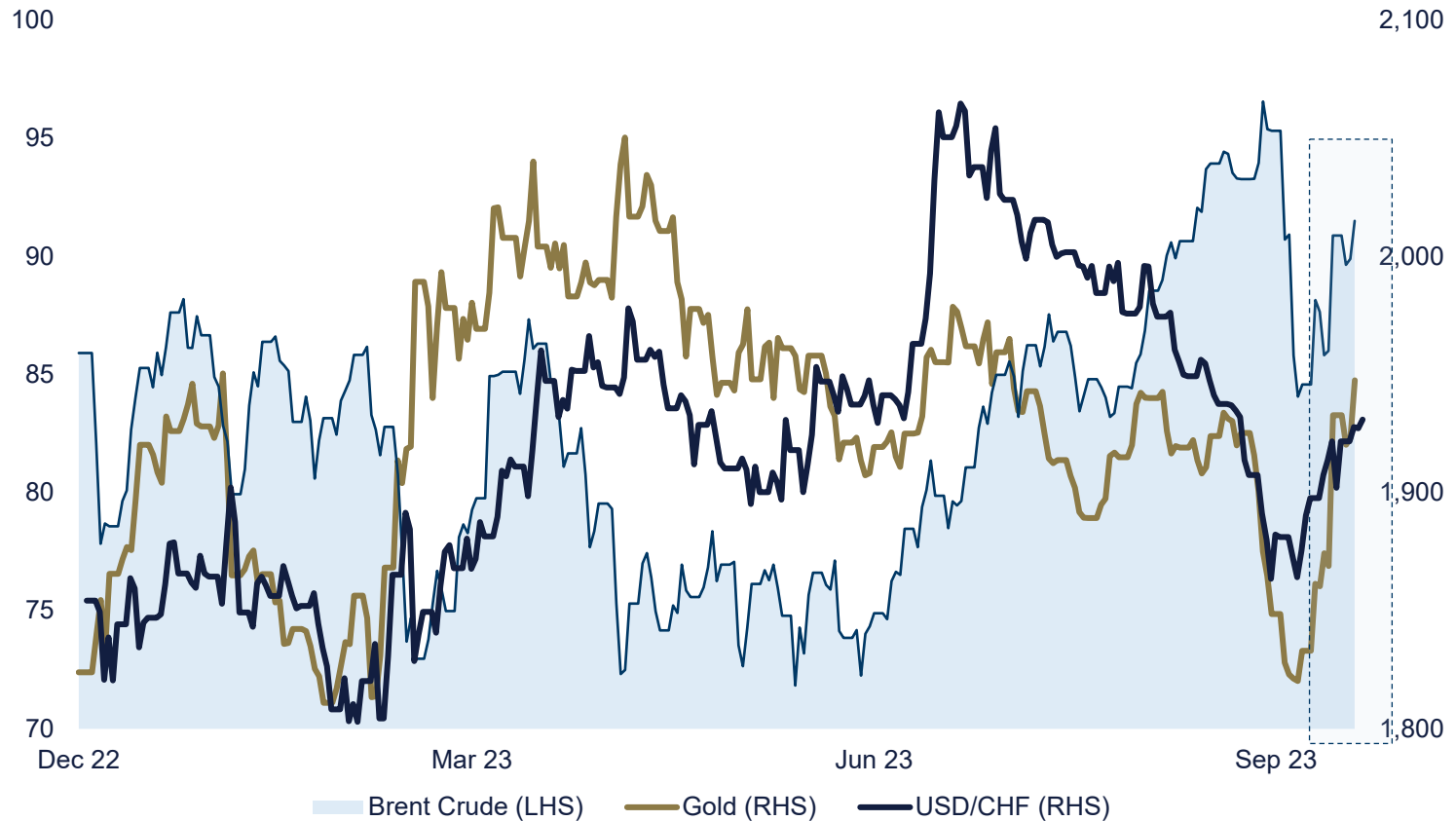
- Los tipos hipotecarios y los préstamos para automóviles se están acercando al 8%. Las tasas de ahorro siguen siendo muy bajas. **El crédito al consumo está mostrando los primeros signos de contracción** y los impagos están comenzando a aumentar.
- Además, **los costes de financiación están subiendo para las empresas**, ya que necesitan refinanciar la deuda emitida a tasas de interés mucho más bajas.

La bolsa se mantiene relativamente en calma



- La bolsa ha sido **resiliente ante una avalancha de desafíos**, que incluyen alzas de la Fed, agitación geopolítica y encarecimiento de las valoraciones. Sin embargo, a medida que los tipos de interés continúan aumentando, el **riesgo de una corrección aún mayor también aumenta**, particularmente si los beneficios de las empresas decepcionan

Riesgos geopolíticos al alza, pero contenidos



• El conflicto en Oriente Medio se suma a las tensiones geopolíticas ya de por sí elevadas por la guerra en curso en Ucrania. En ambos casos, existe el riesgo de una escalada que podría afectar los mercados financieros, especialmente a través de los mercados energéticos. Sin embargo, la contención parece ser actualmente el escenario más probable.

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	15%	45%	40%

Catalizadores a corto plazo

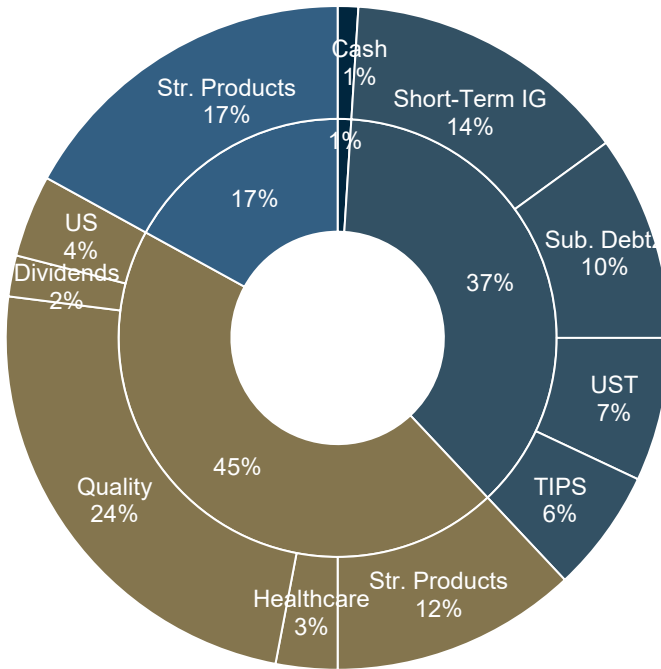
Acuerdo de paz en Ucrania, Bajada de la inflación, Mejoran los problemas en la cadena de suministros

Otros riesgos

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

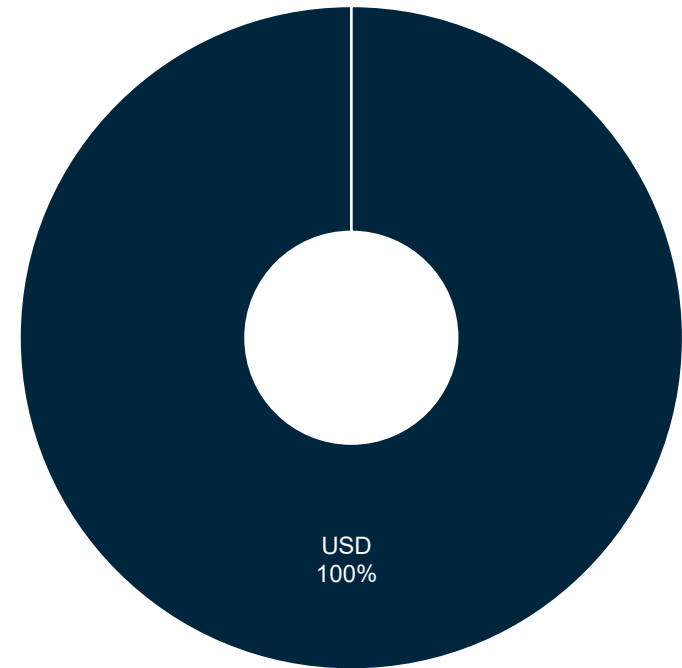
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



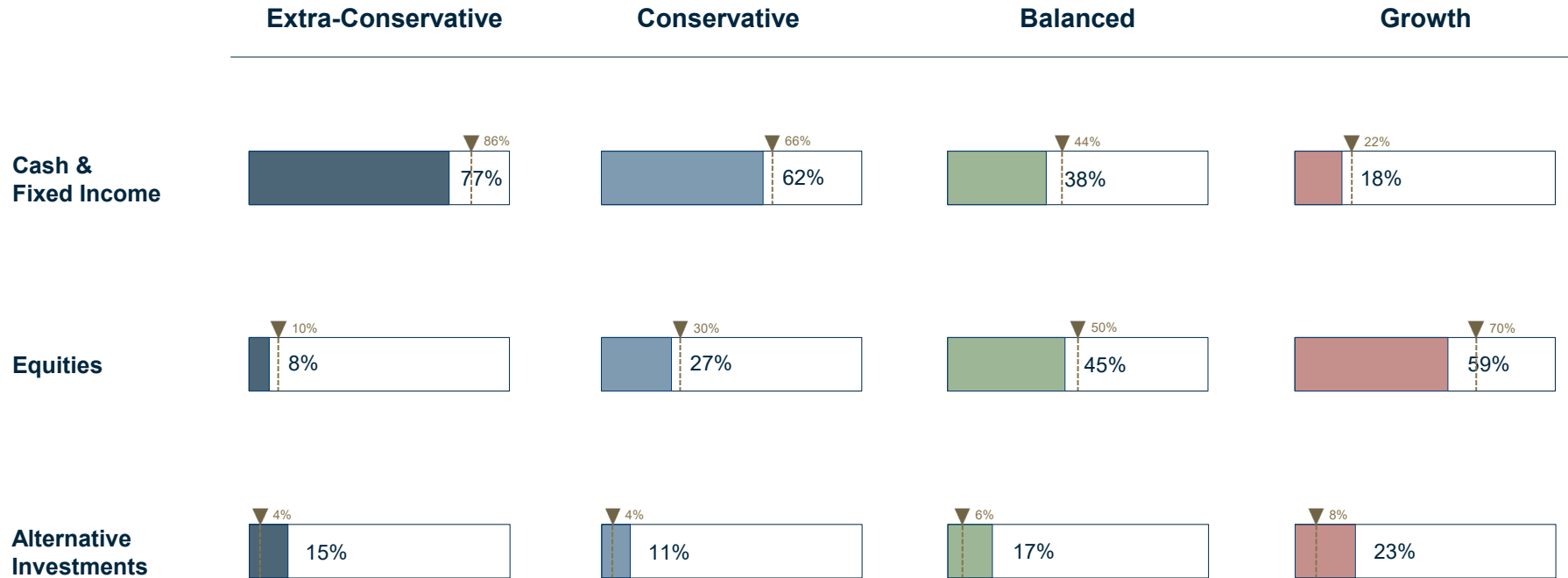
■ Cash ■ Fixed Income ■ Equity ■ Alternative Inv.

Asignación divisas



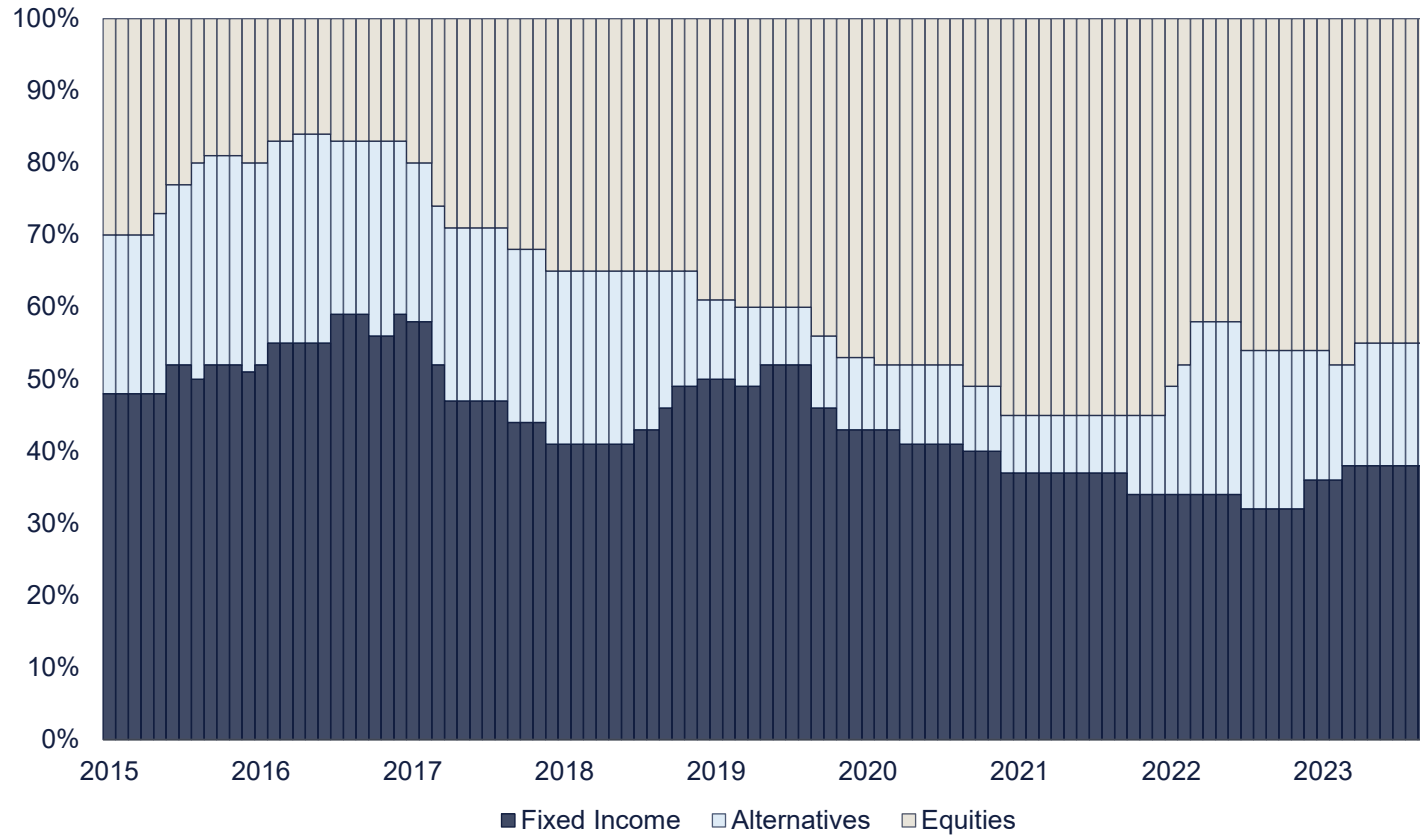
■ USD

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.