



Política de inversión

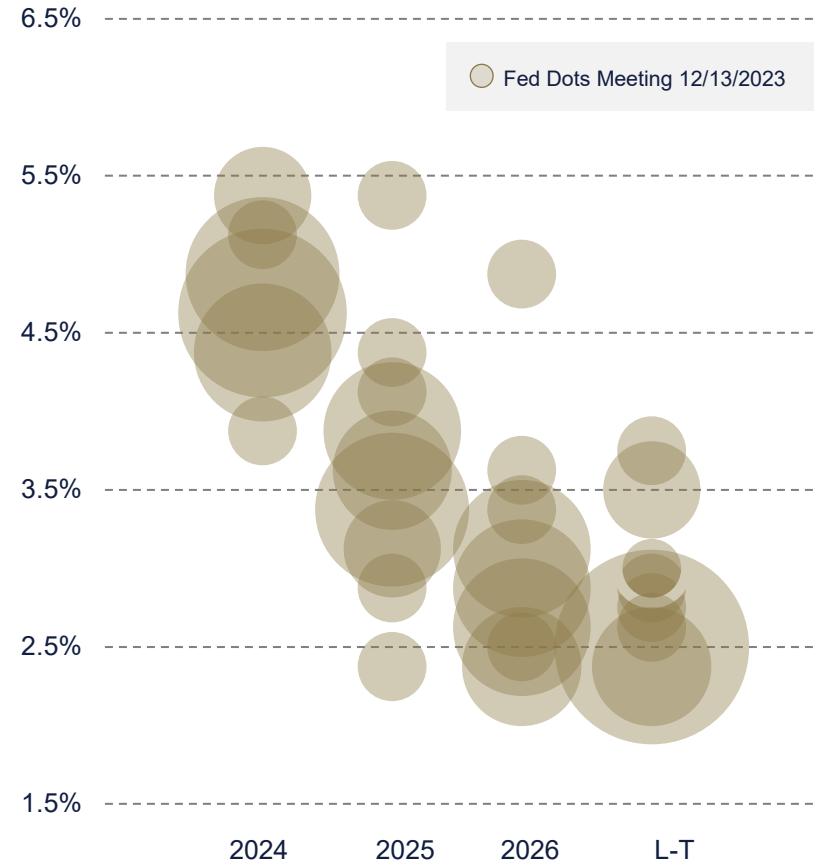
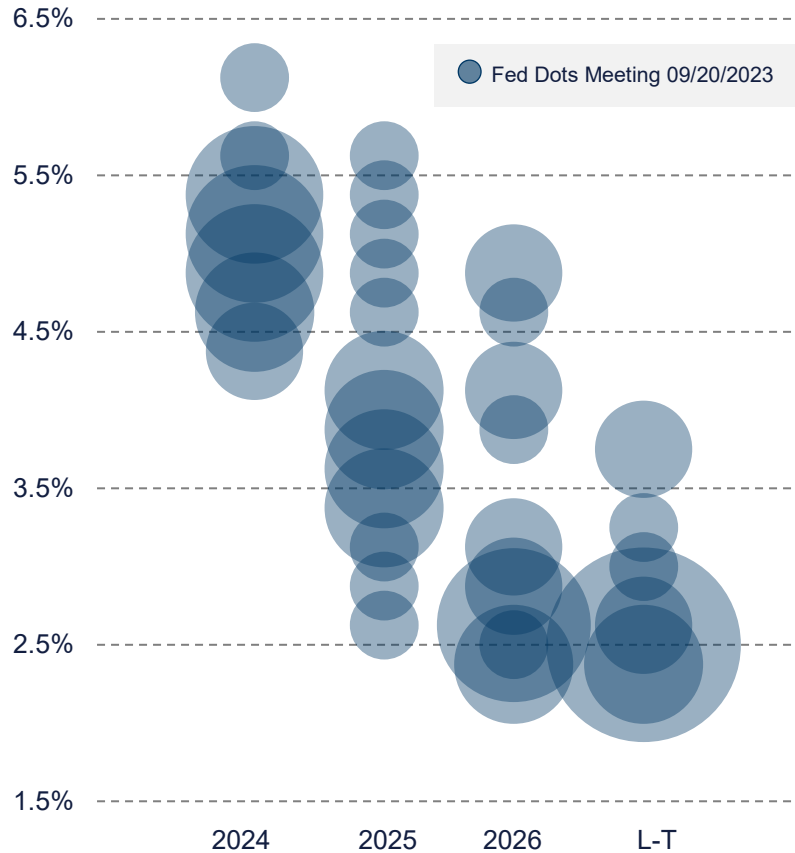
Diciembre 2023

Resumen de mercados – Diciembre 2023

- Tras una brutal corrección de los mercados bursátiles en 2022, impulsada por una fuerte subida de los tipos de interés, **2023 ha sido testigo de un notable rebote hasta nuevos máximos** a pesar de que los tipos a largo plazo alcanzaron niveles no vistos en más de 15 años. Este repunte es aún más sorprendente dado el estancamiento de los beneficios empresariales durante este mismo periodo.
- La **volatilidad de los tipos de interés a largo plazo es igualmente inédita**. Oscilaciones superiores a 100 puntos básicos en ausencia de datos económicos significativos son muy inusuales, especialmente cuando se combinan con unas expectativas de bajadas en los tipos a corto plazo. Esto ha resultado en **otro año turbulento para los bonos**, con el índice de bonos del Tesoro americano pasando de una ganancia del 4% en abril (esperando un giro de política de la Fed) a una pérdida del 3% en octubre, para de recuperarse a finales de año hacia su pico de abril.
- A nivel macro, el año ha estado marcado por la **resiliencia de la economía mundial**. Los consumidores han hecho caso omiso de las subidas de los tipos de interés y de las previsiones pesimistas, y han seguido gastando. Las empresas, que se enfrentaban a una escasez de mano de obra postpandemia, han optado por renunciar a las reestructuraciones a pesar de la caída en los beneficios. Esto ha **prolongado la ventana para un aterrizaje suave, permitiendo que la inflación retrocediera gradualmente**. Con la relajación de los problemas del lado de la oferta, la ausencia de grandes shocks de precios y la determinación de los bancos centrales para cortar los efectos de segunda ronda de la inflación, los precios han disminuido de forma gradual desde un máximo del 9% hasta el 3% en un año.
- Tras haber juzgado mal dos veces las intenciones de la Fed, **los mercados finalmente recibieron el tan esperado “pivote” en diciembre**. El ciclo de subida de tipos se da oficialmente por terminado, a pesar del récord de empleo, la inflación salarial y la inflación subyacente rondando el 4%, y un mercado inmobiliario que no corrige. La motivación de la Fed no se entiende del todo, pero **marca un claro cambio de estrategia, pasando de la lucha contra la inflación al apoyo al crecimiento económico**, lo que aumenta significativamente las probabilidades de un aterrizaje suave. Puede que estemos asistiendo al comienzo de un nuevo ciclo económico, aunque uno que comienza con valoraciones peligrosamente altas.

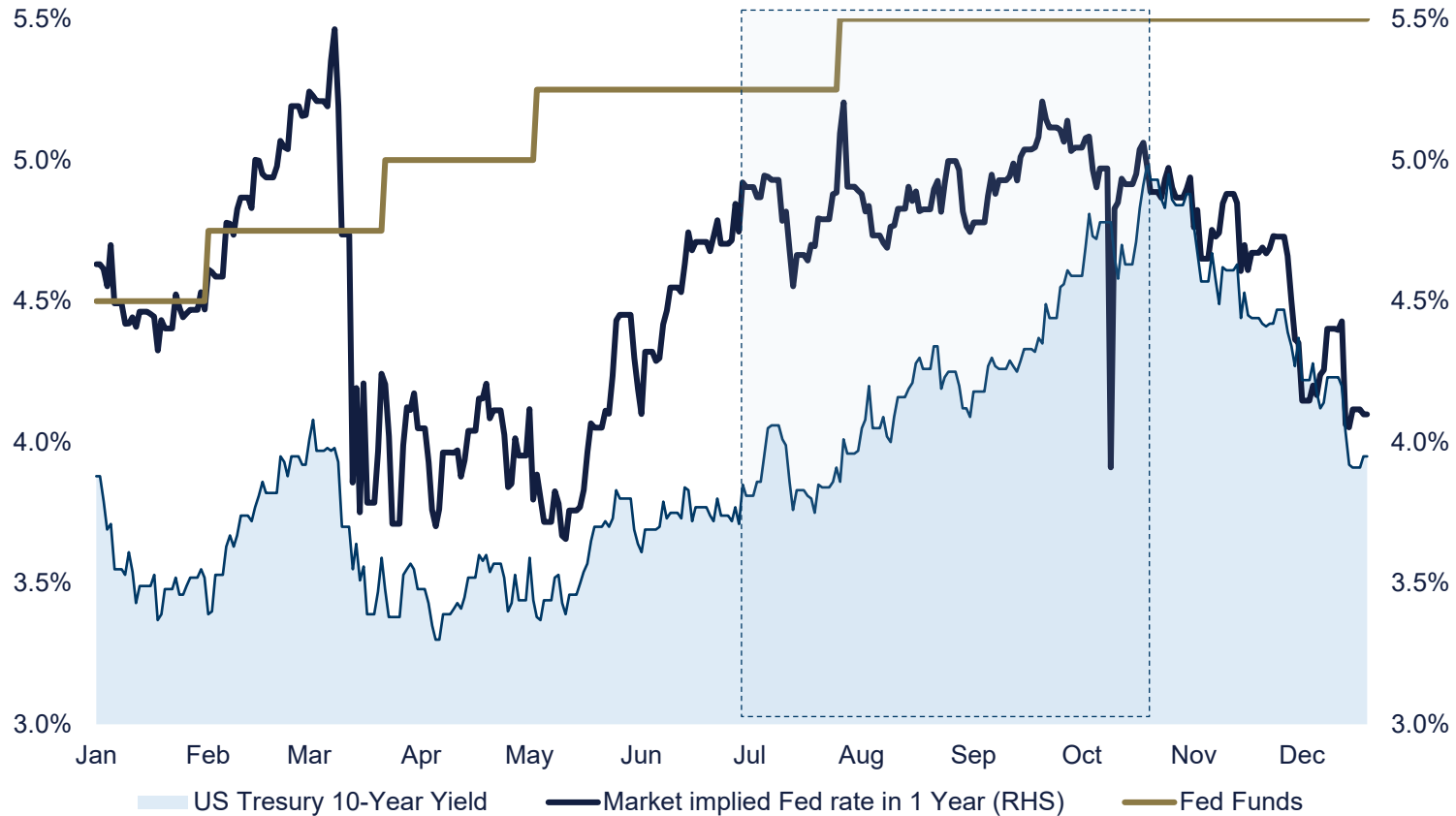
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Investment Grade US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Dados los riesgos macroeconómicos binarios a los que nos enfrentamos (estancamiento frente a recesión),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

Consenso dentro de la Fed



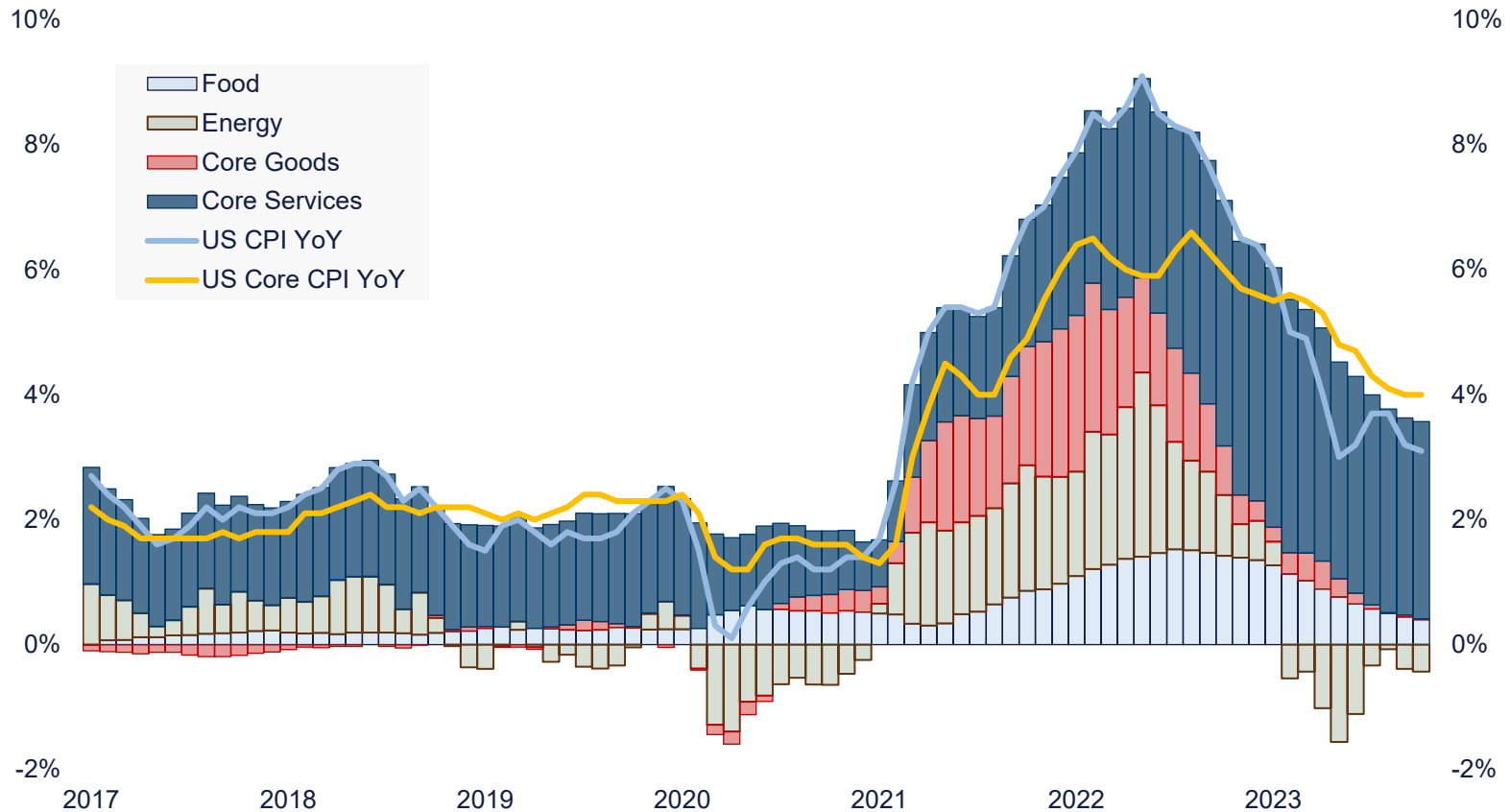
- El ansiado giro de la Fed finalmente se ha producido. Un **consenso en ciernes entre los miembros del FOMC** abre el camino para **posibles recortes de tipos en el próximo año**.
- Si bien el momento y las razones detrás de este cambio aún están envueltos en cierta ambigüedad, especialmente con la inflación aún alejada de su objetivo del 2%, **el efecto neto es una postura pro-crecimiento que mejora las perspectivas de un aterrizaje suave**.

Alta volatilidad en los tipos de interés



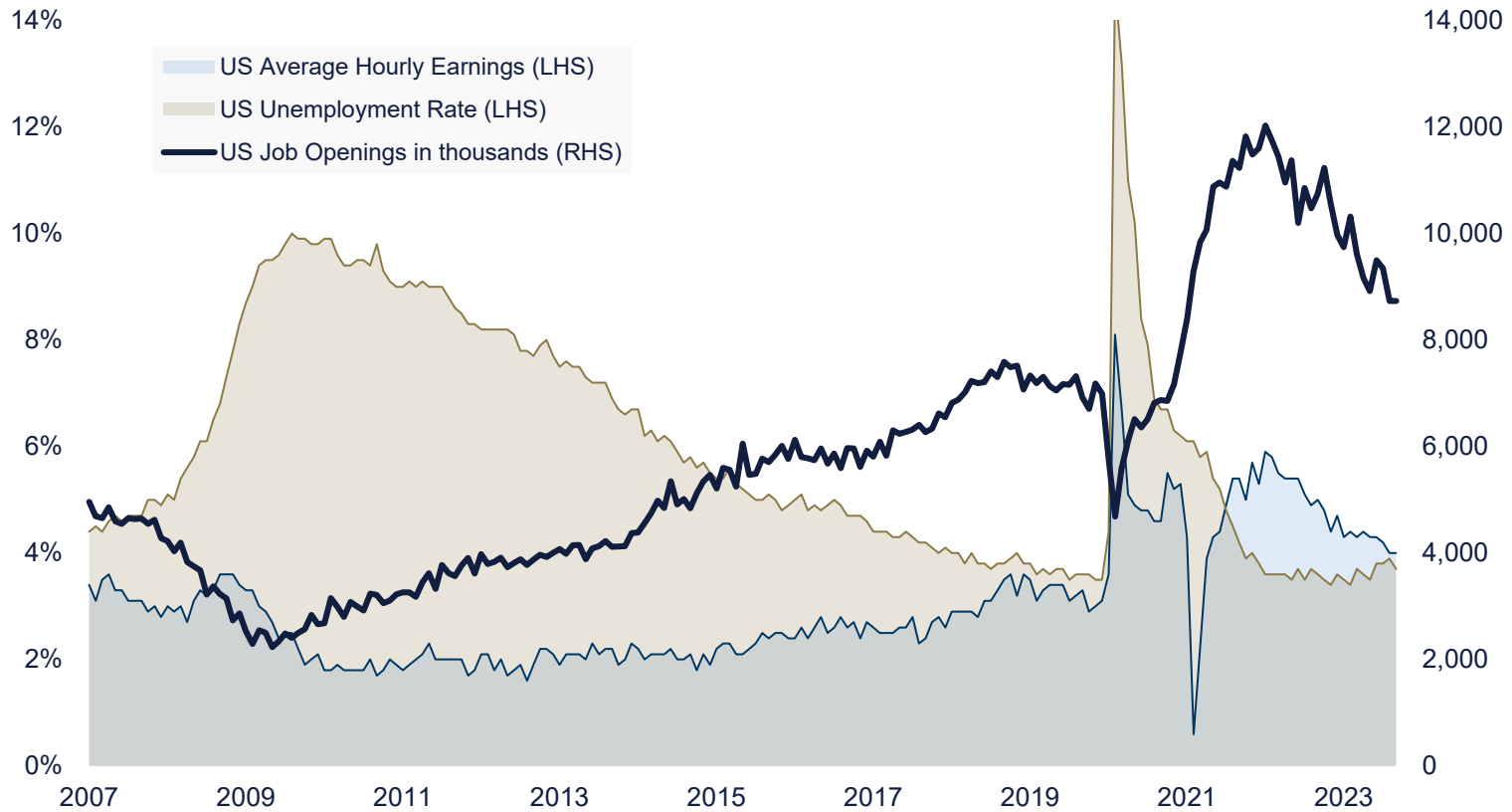
- Resulta difícil descifrar los movimientos del extremo largo de la curva. Más allá de explicaciones técnicas, estas fluctuaciones ponen de manifiesto la **dificultad del mercado para calibrar la "nueva normalidad"**.
- La **curva de tipos**, que se invirtió a mediados de 2023 en medio de crecientes temores de recesión, **se ha empinado recientemente**.

Riesgo de un error de política monetaria



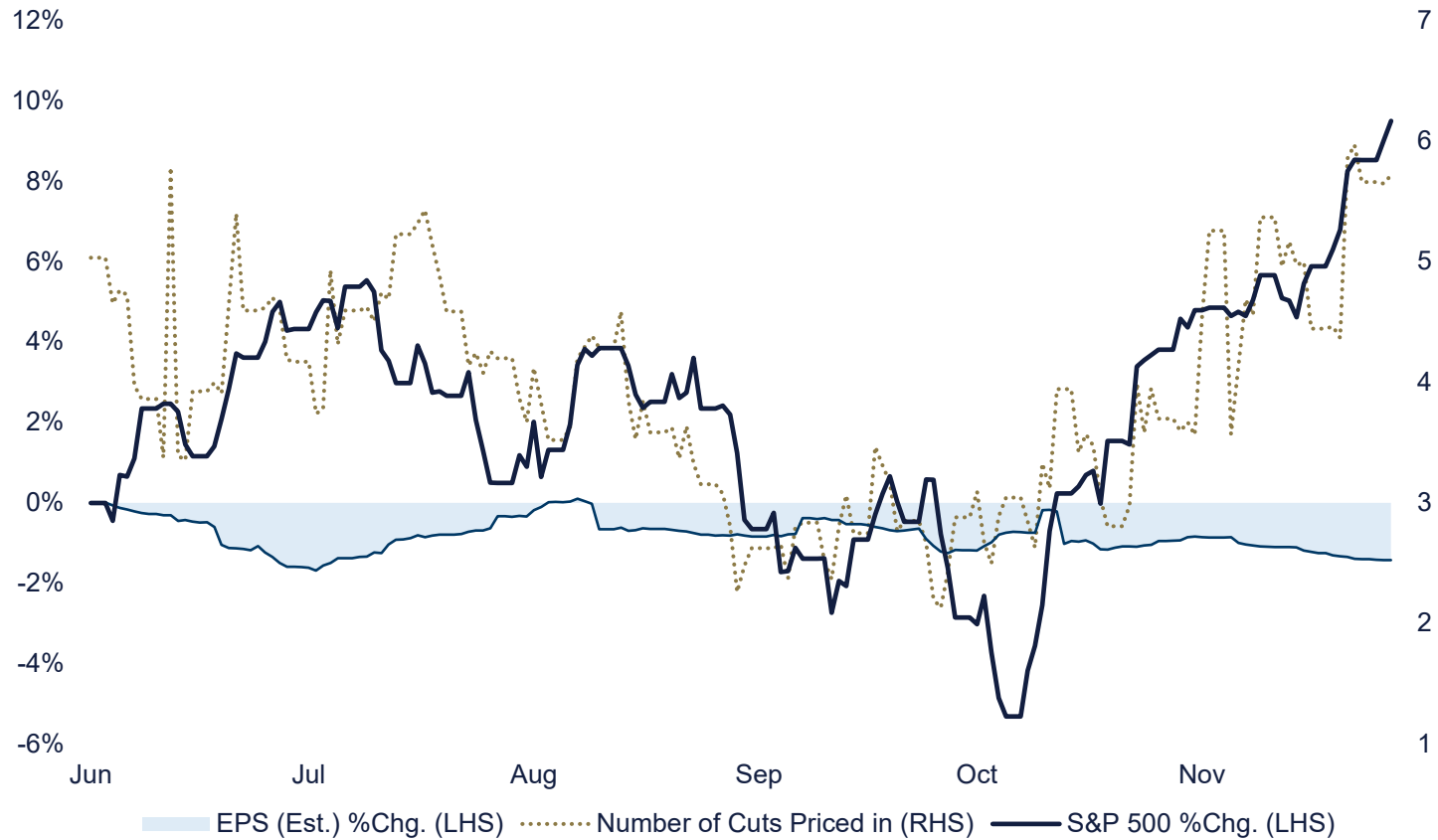
- La Fed ha basado su decisión en la positiva evolución de la inflación. **Una inflación más baja endurece pasivamente la política monetaria**, ya que los tipos reales aumentan incluso con los tipos nominales sin cambios.
- Sin embargo, la **inflación subyacente se mantiene cerca del 4%**, fuertemente influenciada por el retraso del componente de vivienda. A pesar del aumento de los tipos hipotecarios, **los precios de la vivienda apenas han corregido**.

Mercado laboral que se enfría, con el desempleo en mínimos



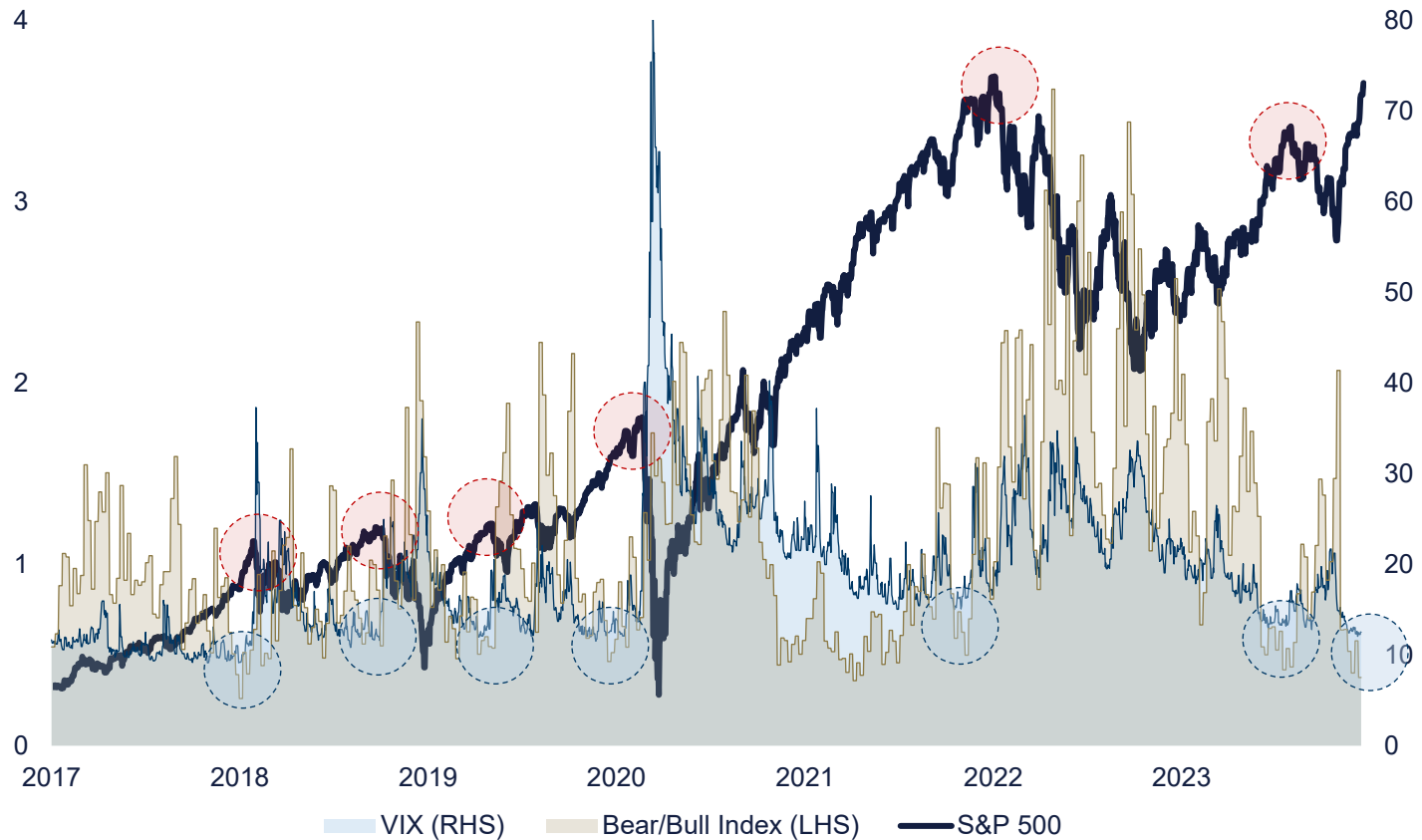
• La **posibilidad de nuevos brotes inflacionistas podría tener su origen en el mercado laboral**. Los trabajadores sólo han recuperado parcialmente la bajada de ingresos disponibles en términos reales causadas por la inflación, y podrían demandar nuevos aumentos salariales si perciben que el mercado laboral permanece desequilibrado en su favor.

Las bolsas movidas por variables macro



- Las **bolsas se han desligado hasta cierto punto de los fundamentales**. A pesar de alcanzar máximos en los tipos de interés y del estancamiento de los beneficios empresariales, las acciones han recuperado las pérdidas del año pasado.
- La **tesis de inversión** con las valoraciones actuales sería el **inicio de un nuevo ciclo económico**, que podría impulsar los beneficios empresariales hacia un crecimiento de dos dígitos.

Indicadores técnicos relevantes



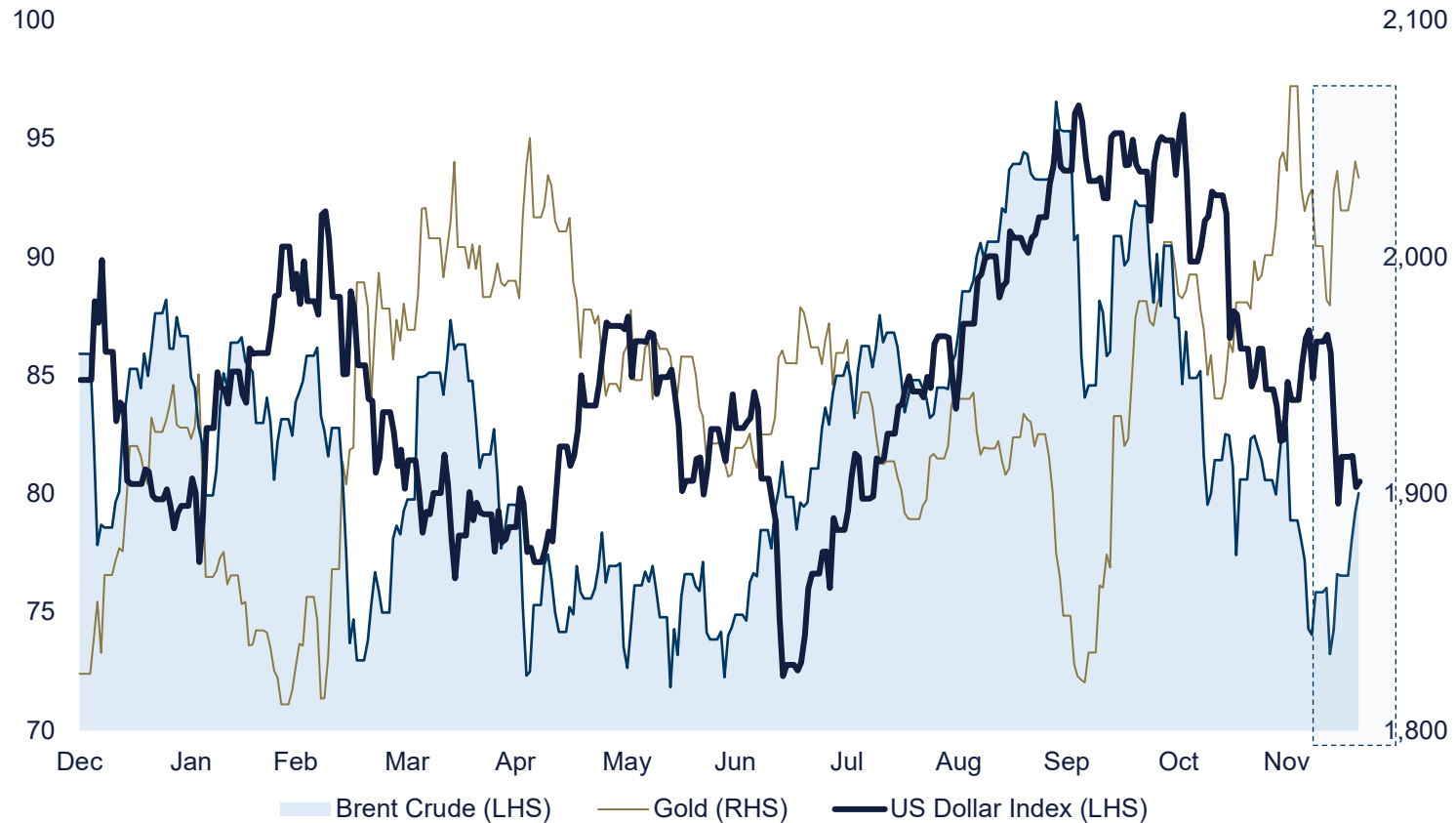
- Más allá de las valoraciones, un **sentimiento demasiado optimista y una volatilidad excepcionalmente baja** sugieren que el reciente rally podría estar perdiendo fuerza.
- Sin embargo, la **proximidad a niveles técnicos clave** y la posibilidad de los inversores que se han quedado al margen del rally decidan emplear la liquidez que aguarda en el sistema, hacen que haya **riesgo de un “melt up”**

“Risk-on”



- Desde el año pasado, **los mercados de crédito han reflejado consistentemente una mayor probabilidad de un aterrizaje suave**, con el estrechamiento de los diferenciales desde niveles recesivos hasta sus medias a largo plazo.
- El **giro de la Fed** ha reducido aún más la probabilidad de una recesión, lo que ha llevado a un **mayor estrechamiento de los diferenciales**.

Debilidad temporal



- **La reducción de los diferenciales de tipos de interés ha ejercido presión a la baja sobre el dólar.** Sin embargo, es improbable que esto se convierta en una tendencia permanente. Se espera que **la mayoría de los bancos centrales sigan el ejemplo de la Fed**, ya que la inflación se ha moderado a nivel mundial.
- El giro temprano de la Fed también podría **impulsar el dólar al fomentar un diferencial de crecimiento más positivo** entre EE. UU. y otras economías desarrolladas.

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

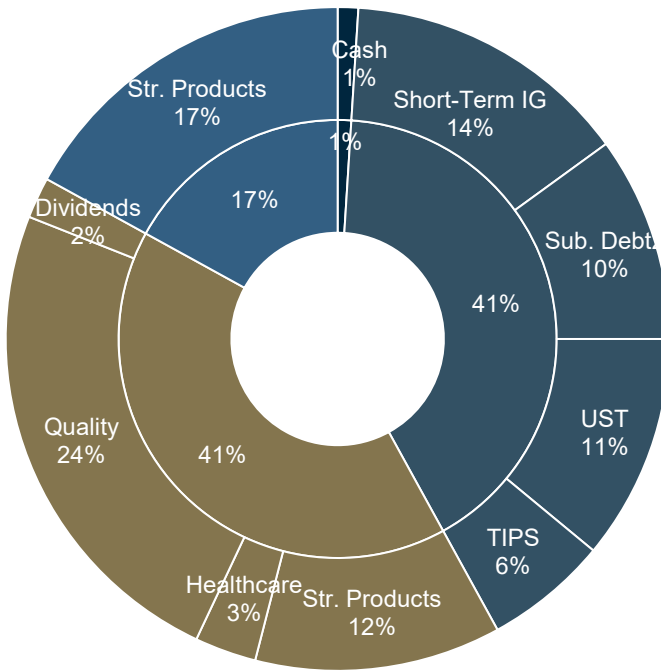
Acuerdo de paz en Ucrania, Bajada de la inflación, Continúa la mejora en los problemas en la cadena de suministros

Otros riesgos

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

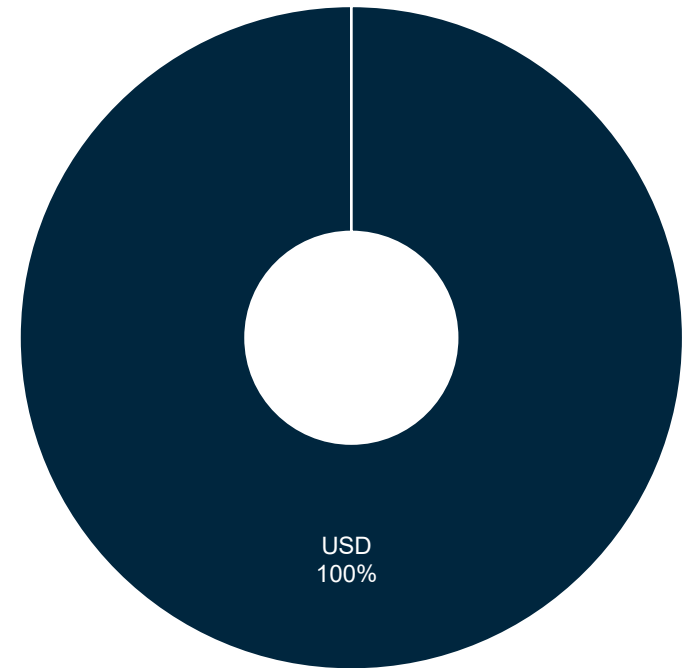
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



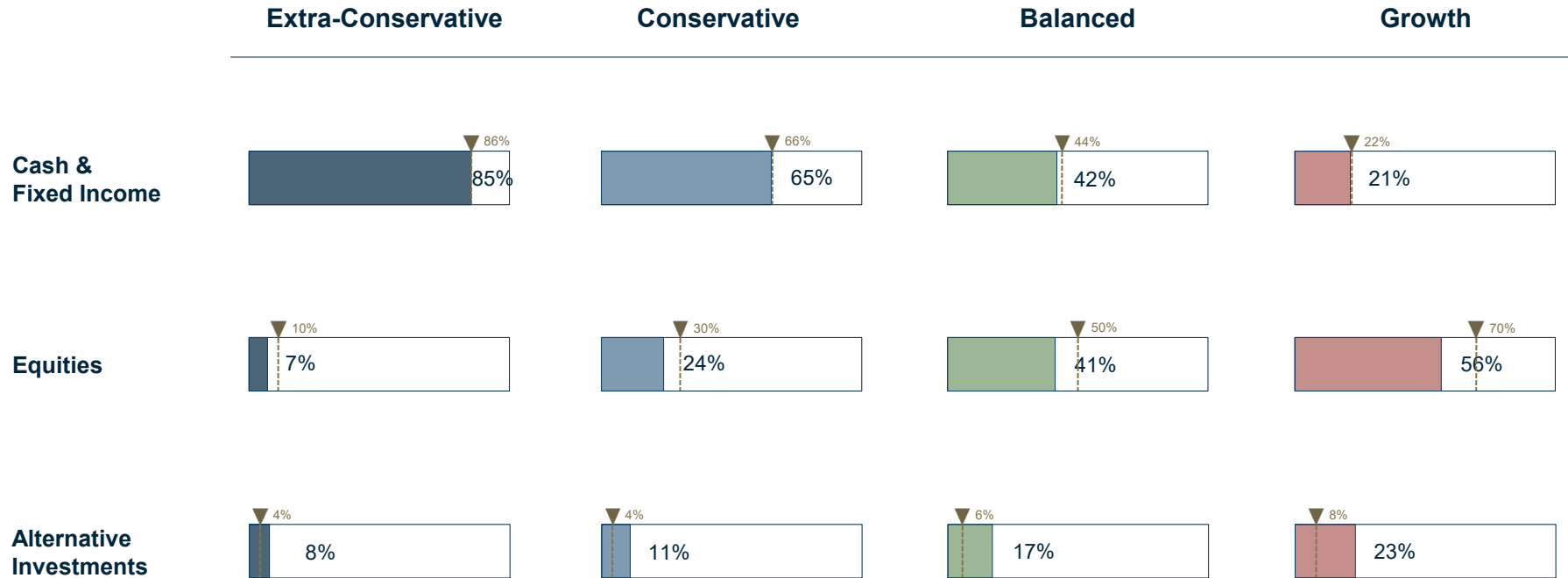
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas



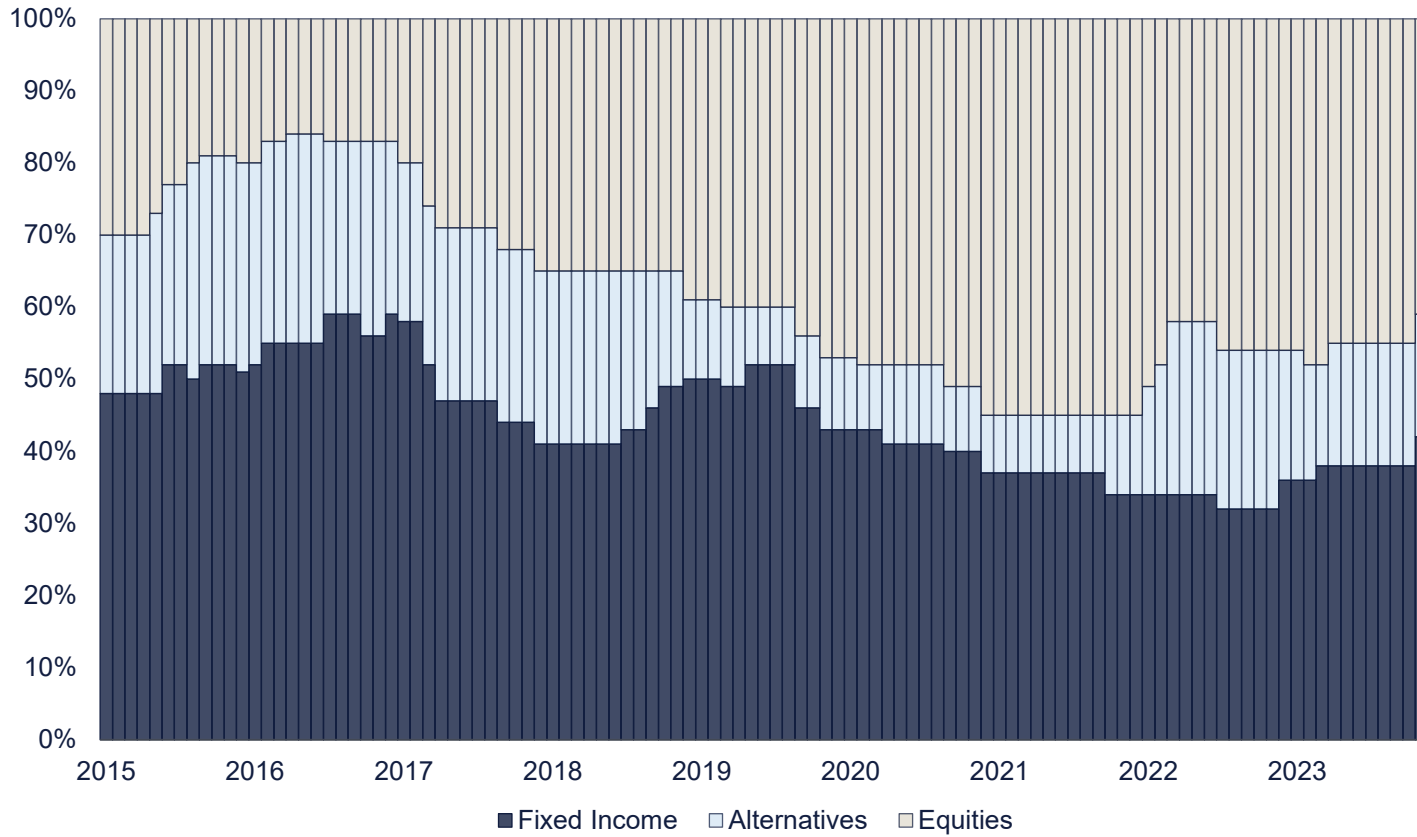
■ USD

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.