

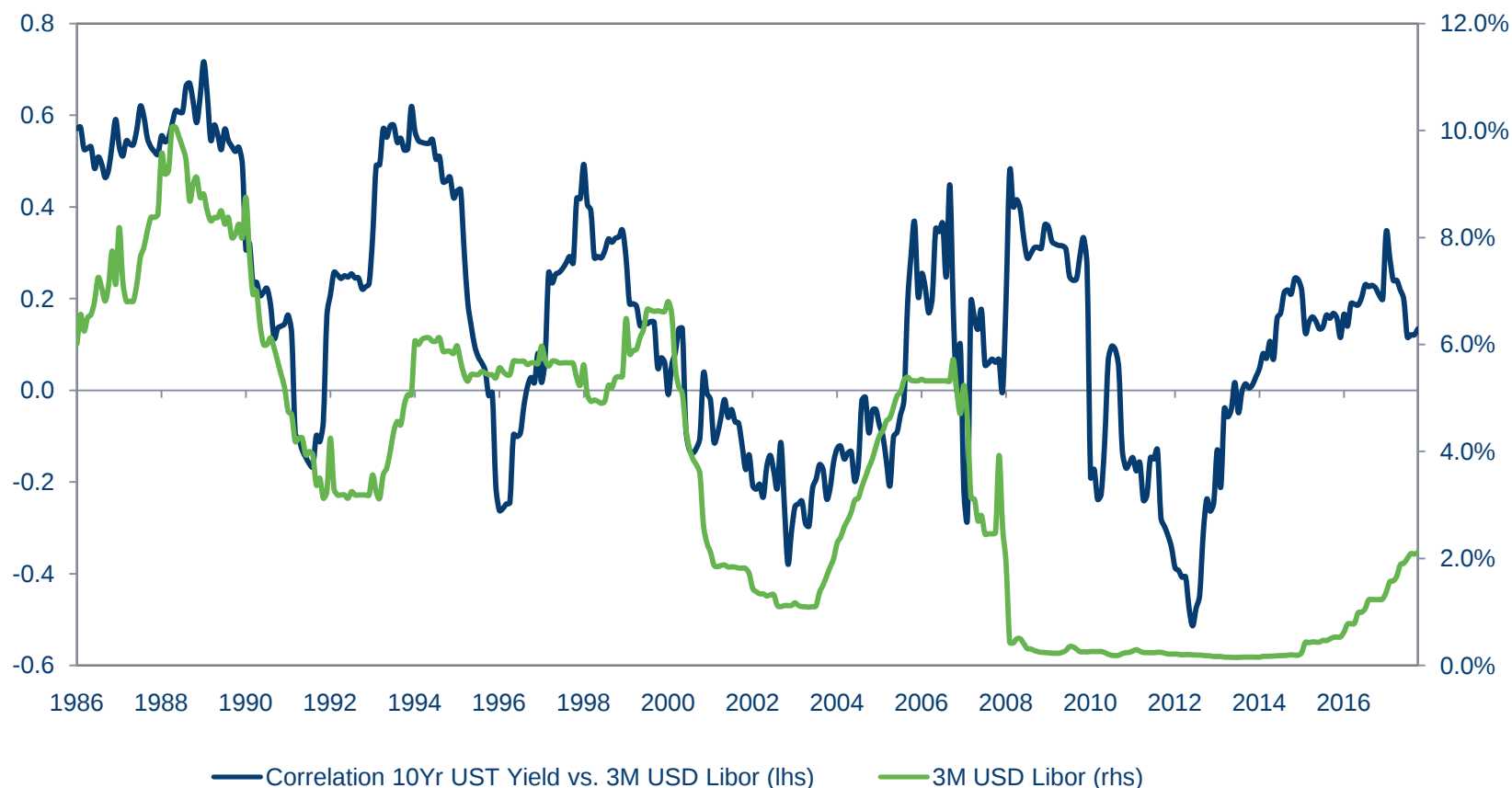
Política de Inversión

Octubre 2018



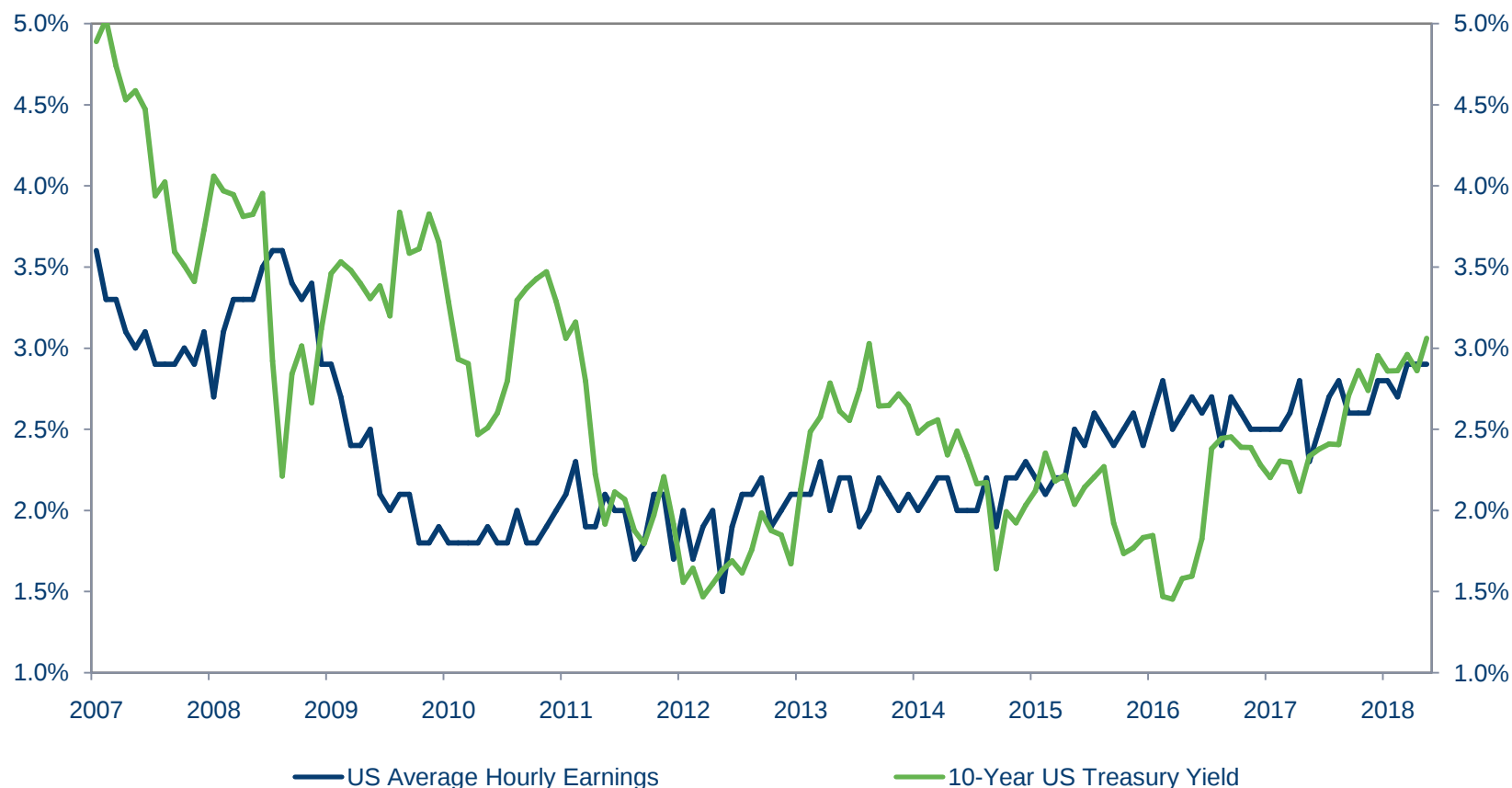
- **El aumento de los tipos de interés**, tanto a corto como a largo plazo, está generando **inquietud en el mercado**. Por un lado, con la **Fed normalizando** tipos, el coste de oportunidad de mantener efectivo está decreciendo drásticamente, reduciendo el incentivo para invertir en activos de riesgo. Por otro lado, los **tipos de interés a largo plazo**, que han permanecido relativamente poco afectadas por los aumentos de la Fed (debido a que la transmisión de la política monetaria ha disminuido su efectividad en las últimas décadas) ahora están **reanudando la tendencia al alza** iniciada desde la elección de EE.UU.
- **El principal riesgo es que la inflación sorprenda al alza**, obligando al mercado a revisar sus expectativas de inflación a largo plazo, las cuales se han mantenido muy moderadas a pesar de que la economía está en pleno apogeo. En este sentido, la **aceleración de los salarios** y la recuperación de la **inflación subyacente**, situada ya en el nivel objetivo de la Fed, están en el centro de atención tanto de la Fed como de los mercados
- En este contexto, la **renta variable americana ha sido respaldada por un aumento en las ganancias corporativas** que han compensado por el aumento en el tipo de descuento, e incluso han provocado que los múltiplos P/B se compriman a niveles más normales. Sin embargo, **mantener la alta tasa actual de crecimiento en las ganancias será muy difícil**. Por esta razón, **preferimos las acciones de crecimiento sobre las de valor**, ya que el ritmo de crecimiento de beneficios vemos más difícil que se mantenga para estas últimas
- Además de los **riesgos** que plantea un entorno de aumento de tipos de interés, continuamos analizando cuidadosamente la respuesta de las autoridades chinas a la **disputa comercial** con los EE.UU., así como a las turbulencias del mercado que una **Italia beligerante** puede provocar en la zona euro

	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, aunque esto es menos probable con el estímulo fiscal en los EE. UU., Mientras que los TIPS ofrecen protección contra el aumento de la inflación como consecuencia de las políticas de reflación
	Crédito US	+	Tanto deuda corporativa como High Yield actualmente ofrecen la mejor combinación de riesgo y rentabilidad. Preferimos los vencimientos a mediano plazo ya que la curva de rendimiento se ha aplanado considerablemente y hay un poco de prima a plazo para compensar el riesgo de tasa de interés
	Soberanos EU	-	La deuda de alta calidad en euros presenta una combinación muy poco atractiva de riesgo/ rentabilidad, ya que los rendimientos actuales ofrecen muy poco colchón para capear los posibles aumentos de las tasas de interés
	Crédito EU	+	En el crédito europeo solo vemos valor en deuda subordinada, valores respaldados por activos y High Yield de corta duración
	Emergentes	-	Evitamos los mercados emergentes hasta que haya más claridad sobre la nueva política comercial de la administración de EE. UU., y el mercado calibra los efectos de un dólar más fuerte y los mayores costes de financiación
Renta Variable	US	-	Las valoraciones de renta variable en EE. UU. siguen siendo muy elevadas, en su mayoría respaldadas por bajas tasas de interés a largo plazo, pero también debido a una re aceleración en el crecimiento del beneficio como consecuencia de la reforma fiscal y la agenda de desregulación. Mantenemos una exposición al mercado de EE. UU. A través de empresas de crecimiento de calidad
	Europa	+	Desde una perspectiva de valoración relativa, nos gustan las acciones europeas, ya que cotizan con múltiplos más bajos, y esperamos que los beneficios empresariales repunten a medida que la actividad económica se acelere
	Japón	+	Las acciones japonesas son las más baratas de entre los mercados desarrollados, pero han sufrido recientemente debido al lento crecimiento y las preocupaciones sobre el comercio mundial
	Emergentes	+	Creemos que la corrección sufrida por los mercados emergentes ha sido excesiva y seguimos favoreciendo India y Frontier Markets
	Sectores/ Temáticos	+	Entre otros, favorecemos biotecnología y el inmobiliario cotizado
Inversiones Alternativas	Hedge Funds	+	Los fondos de cobertura multi-estrategia/ multi-gestor con liquidez diaria ofrecen una fuente muy necesaria de diversificación
	Materias Primas	=	La exposición a materias primas y oro, nos ayudan a aumentar la diversificación y proteger las carteras frente a un escenario de aumento de la inflación
	Private Equity	=	Invertir en las ultimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos , aportando cierta liquidez

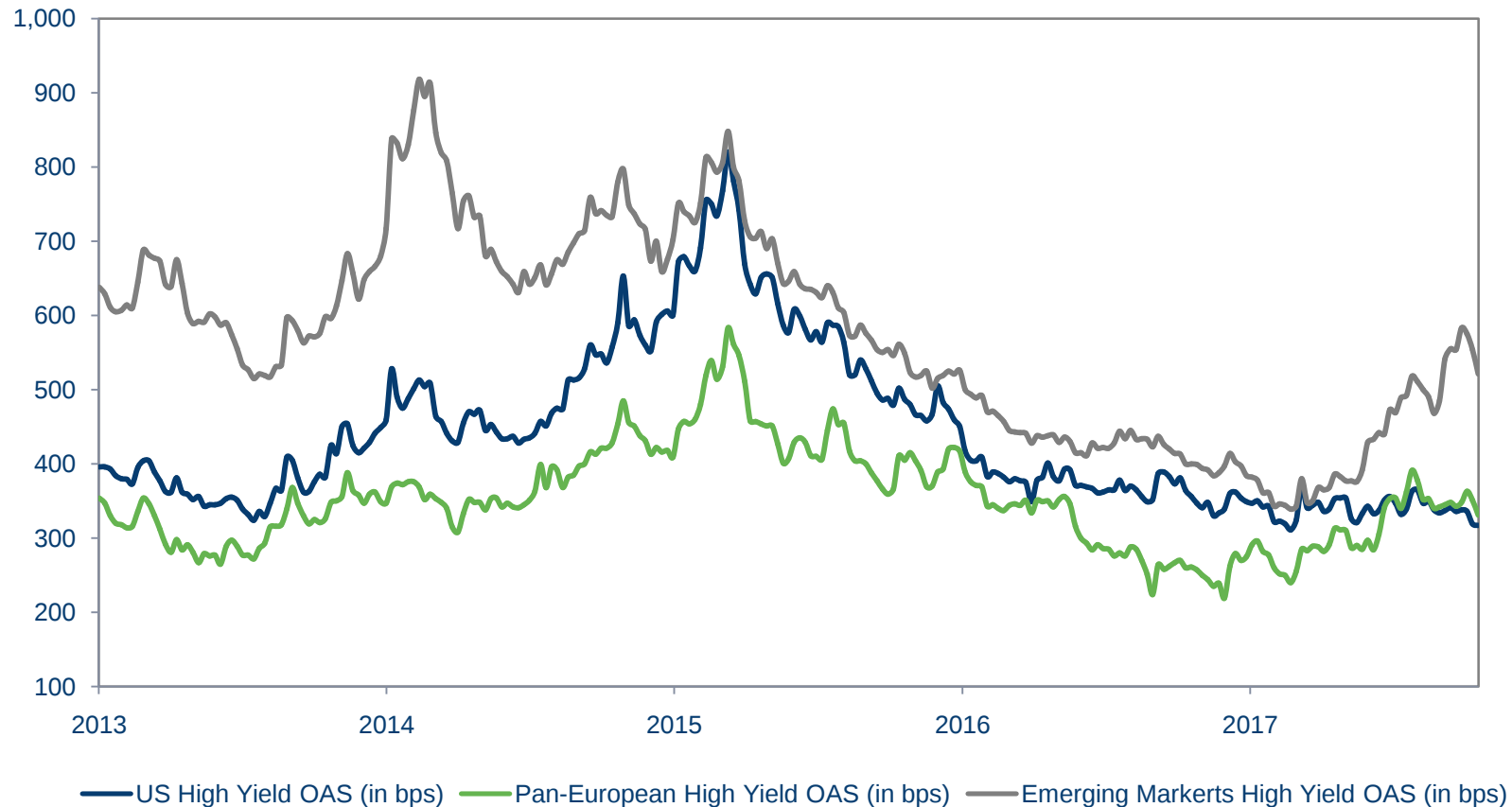


- La **transmisión de la política monetaria** está resultando cada vez más **inefectiva**. La correlación entre el extremo corto y el extremo largo de la curva está en un declive secular, ya que la **inflación sigue anclada por factores estructurales**
- Este es un factor importante detrás del **aplanamiento de la curva** de rendimiento, que complica la implementación de la política monetaria por parte de la Fed

La inflación es la variable a tener en cuenta

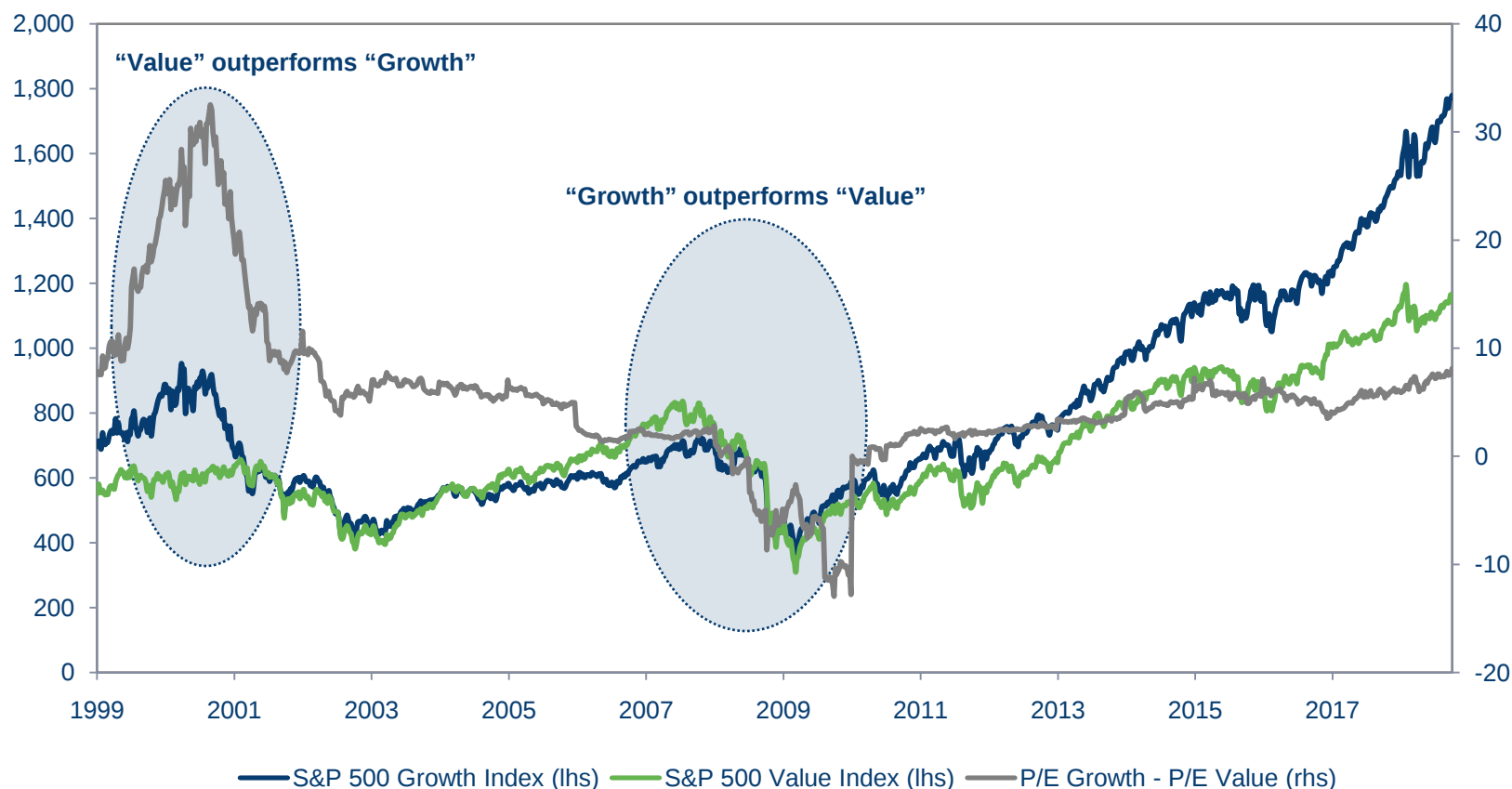


- Los tipos de interés a largo plazo se correlacionan con las **expectativas de inflación**. Estas últimas se han mantenido moderadas, ya que la relación habitual entre desempleo e inflación parece haber dejado de funcionar
- Sin embargo, podemos observar un **repunte en la inflación salarial** y una normalización de la **inflación subyacente** hacia el objetivo de la Fed. En caso de que la inflación se acelere a partir de este punto, el mercado puede verse obligado a revisar drásticamente sus expectativas



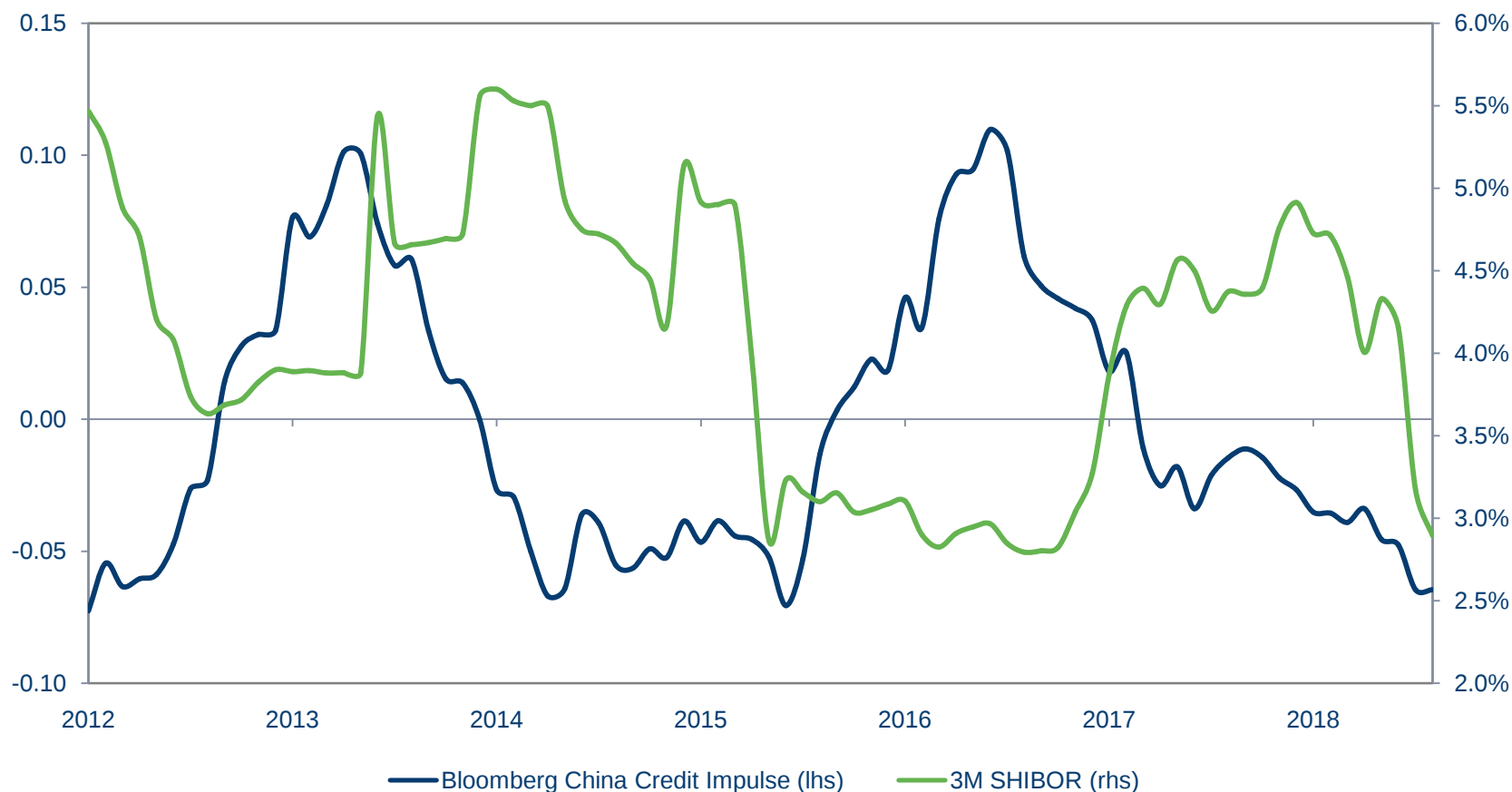
- El otro determinante principal de las condiciones financieras son los **diferenciales de crédito**. Aquí seguimos observando un **entorno muy favorable para los activos de riesgo**, a pesar de la ampliación de los diferenciales en los mercados emergentes y los altos rendimientos europeos.
- Esto es un reflejo de la **baja probabilidad que el mercado está asignando a una recesión económica** en el corto plazo, y apoya nuestra exposición a crédito (aunque con una corta duración de tipos de interés)

Las acciones de crecimiento pueden ser defensivas



- El tipo de interés es un determinante clave de las valoraciones de acciones. Hasta ahora, el **crecimiento en las ganancias corporativas ha compensado con creces el aumento en las tasas de interés**, lo que ha reducido el múltiplo P/B sin una caída en el precio
- De hecho, las compañías que muestran un **crecimiento de calidad en las ganancias** (no solo en las ventas) tienden a ser **menos sensibles a la contracción en múltiplos** cuando se produce una desaceleración (el P/B disminuye más porque las ganancias se mantienen mejor)

China: pisando el freno y el acelerador al mismo tiempo

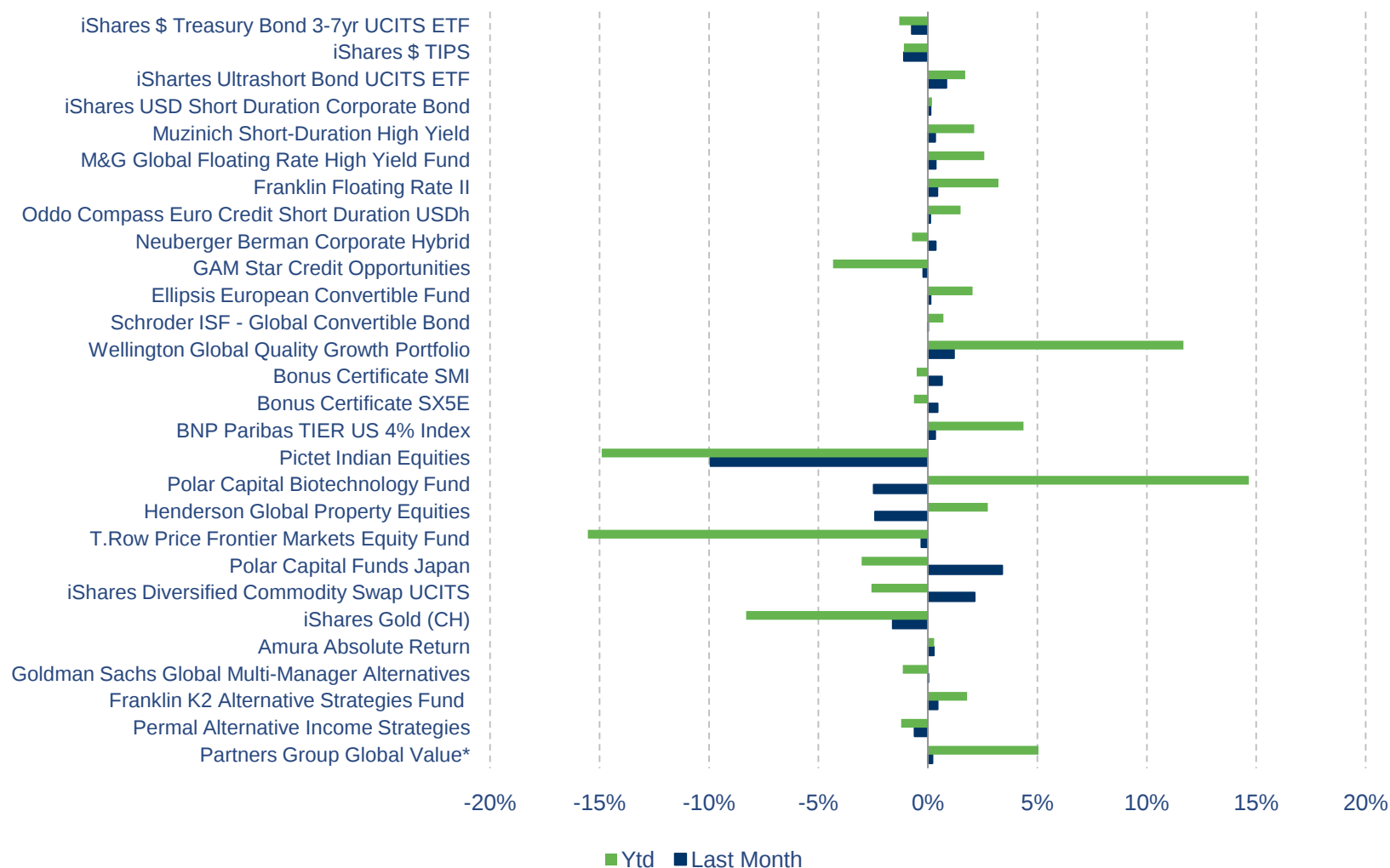


- Mientras que la Fed sigue normalizando las tasas, **China ha relajado drásticamente la política monetaria** para contrarrestar una desaceleración de su economía y (aunque no abiertamente) depreciar el Yuan para contrarrestar las tarifas impuestas por los EE.UU.
- Esto significa otro **paso atrás** en sus esfuerzos por solventar el **problema de la deuda**, y un reflejo de las **vulnerabilidades** a las que se enfrentan en la **transición a una economía de servicio / consumo**



- El nuevo gobierno italiano está en **curso de colisión con la UE**, y esta vez la magnitud del desafío plantea una amenaza existencial para la moneda común
- Esperamos que Italia presione en la UE para conseguir fondos de competitividad, para disminuir la disciplina presupuestaria y para continuar con la actual política monetaria ultra flexible; Todos ellos **negativos para el euro**

Evolución de la cartera modelo



	Escenario 1 Recesión por accidente	Escenario 2 Goldilocks	Escenario 3 Nuevo régimen
Causas	- Una desaceleración económica mundial causada por accidentes políticos o errores de política monetaria - Escenario deflacionista debido a una combinación de bajo crecimiento y factores estructurales - La Fed tendrá que revertir el rumbo, lo que sería complicado si la inflación aumenta	- El estímulo fiscal en EE.UU. proporciona un impulso a corto plazo a la economía mundial, pero no lo suficiente como para lograr una trayectoria de mayor crecimiento - La inflación se recupera, pero continua moderada a nivel mundial debido a factores estructurales (demografía, endeudamiento) - La Fed continuará su camino de normalización	- Las preocupaciones sobre el crecimiento se disipan y la actividad económica se acelera en EE. UU., Europa y Japón - La inflación en EE. UU. aumenta, como consecuencia del estímulo fiscal del presidente Trump - La Fed tendrá que acelerar el ritmo de los aumentos de tasas y/o reducción del balance
Impacto de mercado	- Corrección en el crédito debido a un aumento en los impagos y una ampliación de los diferenciales corporativos - Corrección en acciones debido a menores ganancias, aunque las tasas bajas ofrecerán apoyo - Bonos de alta calidad beneficiados debido a la fuga hacia la calidad y la continuación de una política monetaria ultra-laxa - Dólar neutral a débil, ya que la fuga hacia la calidad se compensa con bajas tasas de interés. Caída en las materias primas	- Las acciones se aprecian moderadamente, con Europa y Japón teniendo más recorrido que la bolsa americana - Los diferenciales de crédito se mantienen estables a medida que el ciclo de crédito se alarga - Los bonos soberanos sufren a medida que la política monetaria se normaliza progresivamente - El dólar se aprecia moderadamente debido al diferencial de tipos positivo. Los precios de las materias primas aumentarán en el corto plazo	- El impacto en la renta variable dependerá de cuánto se mantenga el crecimiento económico real y cuán acomodaticia se mantenga la Fed - Los bonos de calidad sufrirán fuertes pérdidas debido al alza de tipos - El crédito corporativo corregirá moderadamente si la inflación se combina con un mayor crecimiento - El USD se apreciará, en particular frente a las monedas frente a la deflación. Las materias primas se beneficiarán de una mayor inflación
Probabilidad	40%	30%	30%

Catalizadores a corto plazo

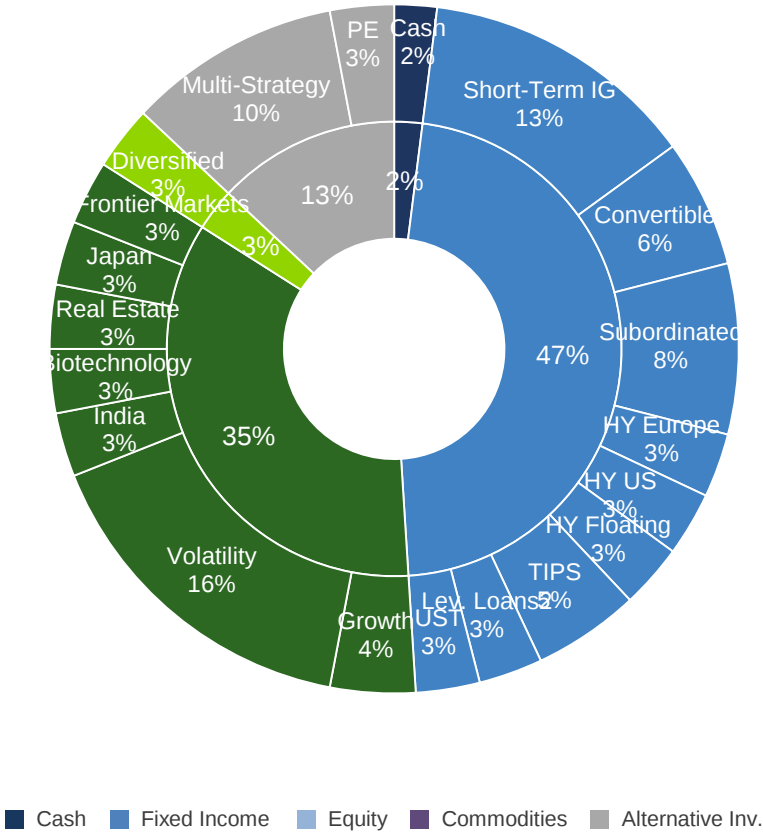
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

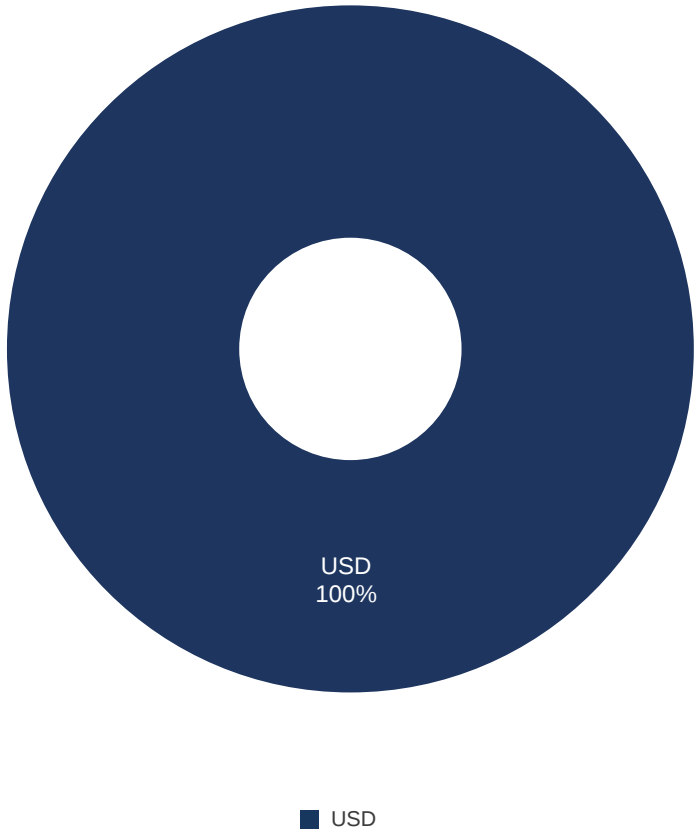
Guerra comercial, proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo

Portafolio Modelo Moderado MWM (USD)

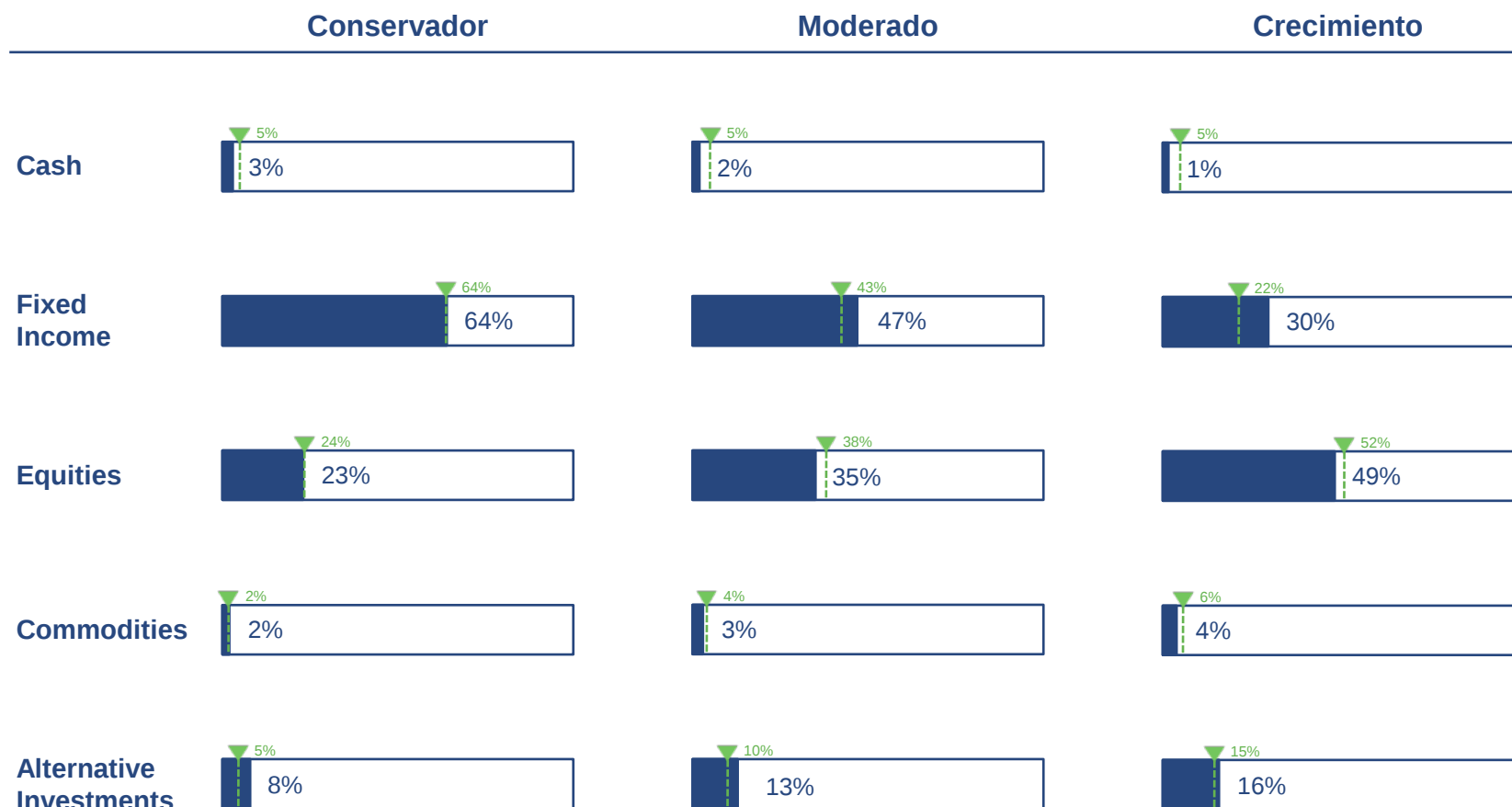
Asignación activos



Asignación divisas

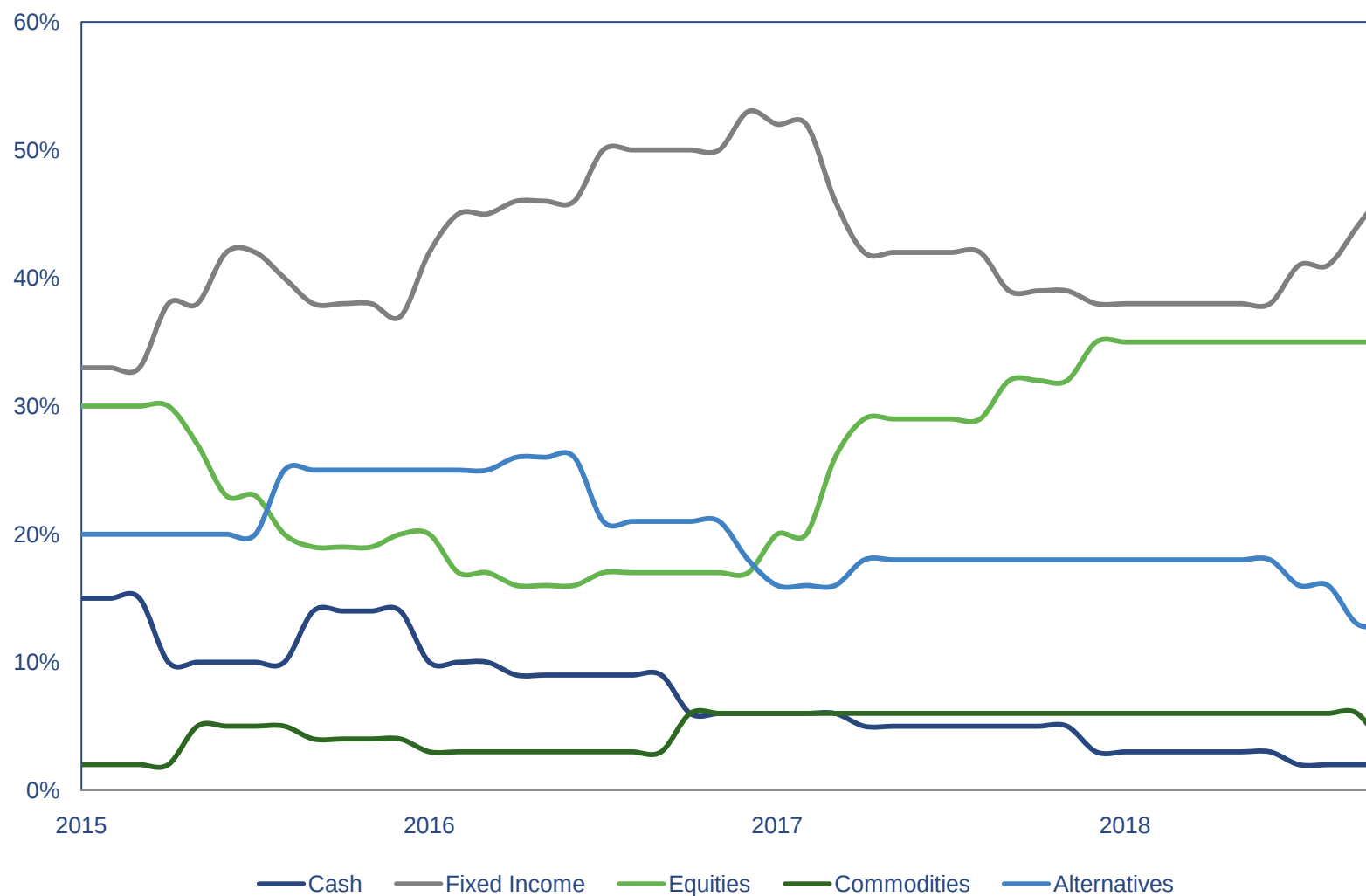


Perfiles de Inversión MWM

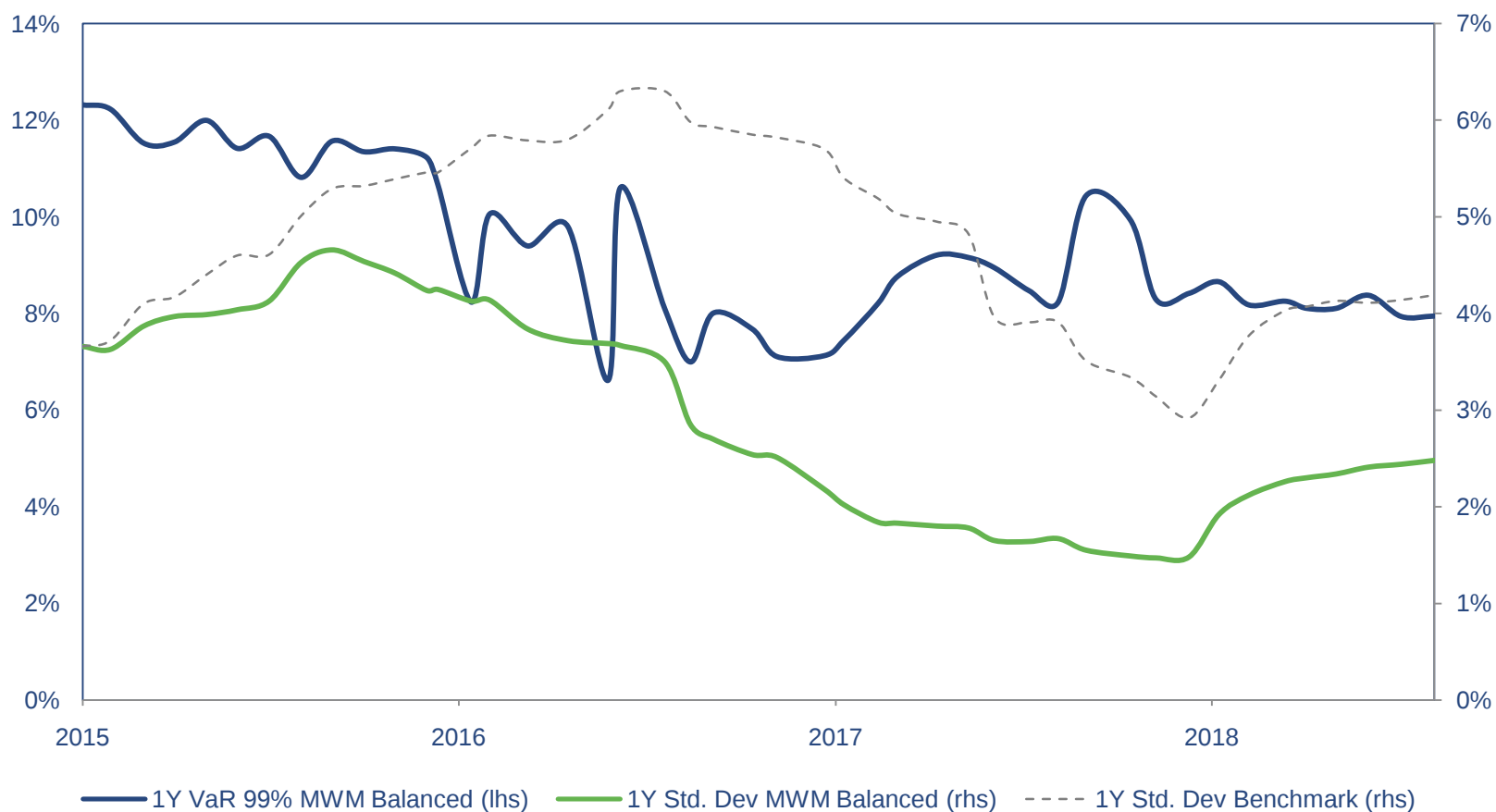


▼ Strategic Asset Allocation

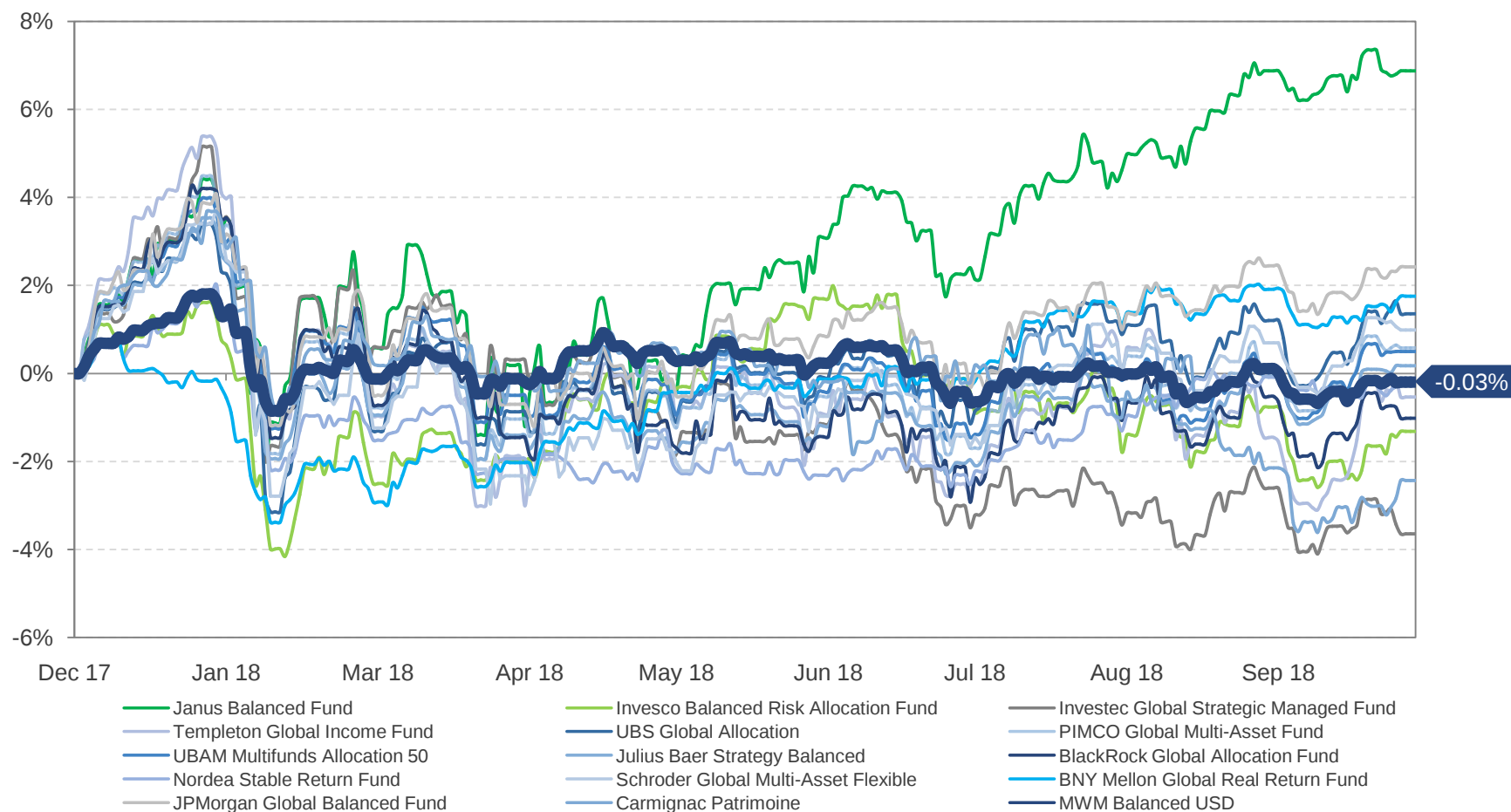
Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos



Portafolio Modelo MWM – Evolución VaR y volatilidad



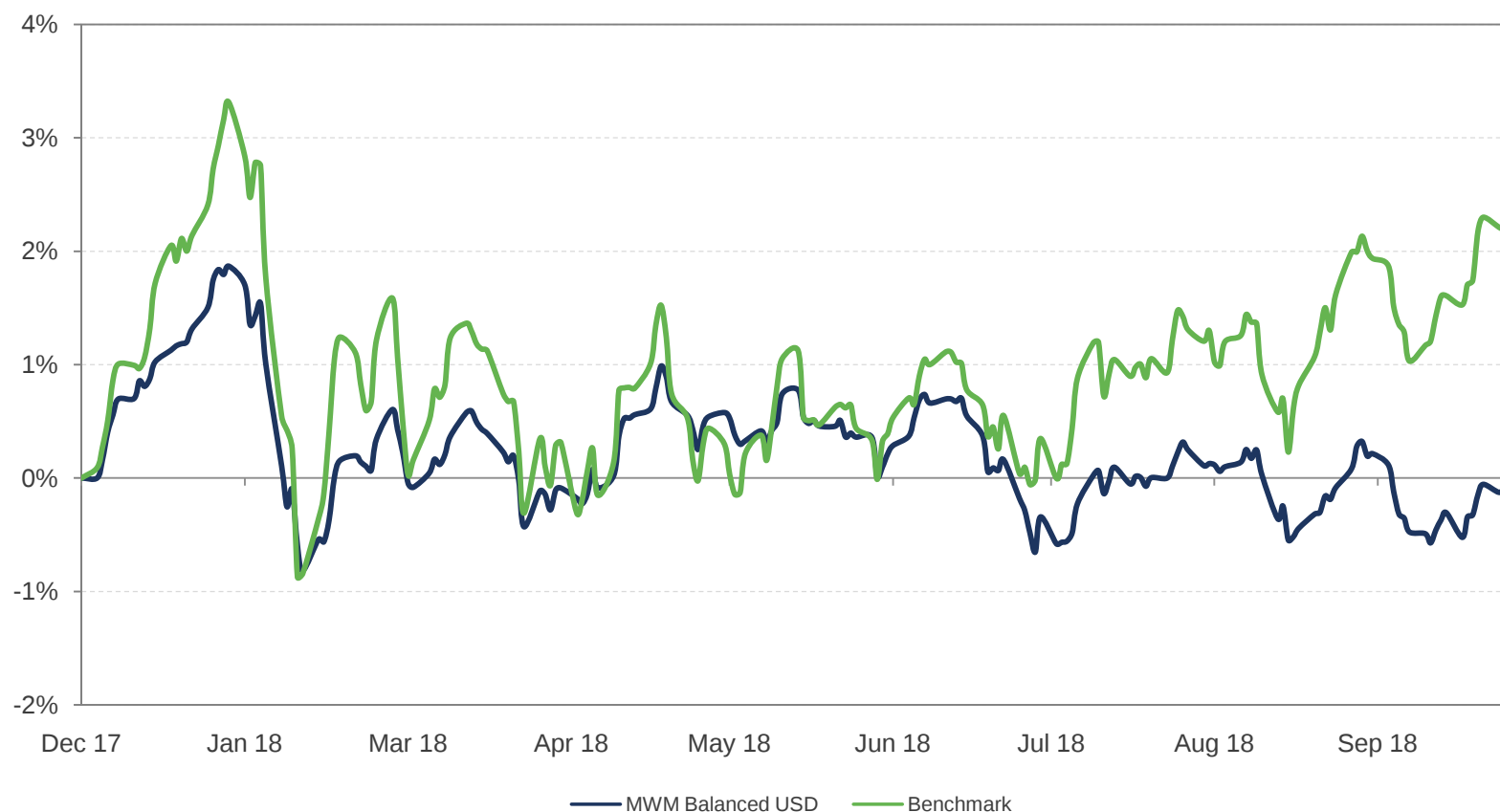
Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **9º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **1º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **1º de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **10º de 15**

¹ A 2 de octubre de 2018
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **-0.03%** vs. **1.97%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **2.73%** vs. **4.65%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **2.15%** vs. **3.60%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **-0.67** vs. **0.19** Benchmark²

¹ A 2 de octubre de 2018

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad histórica (1)

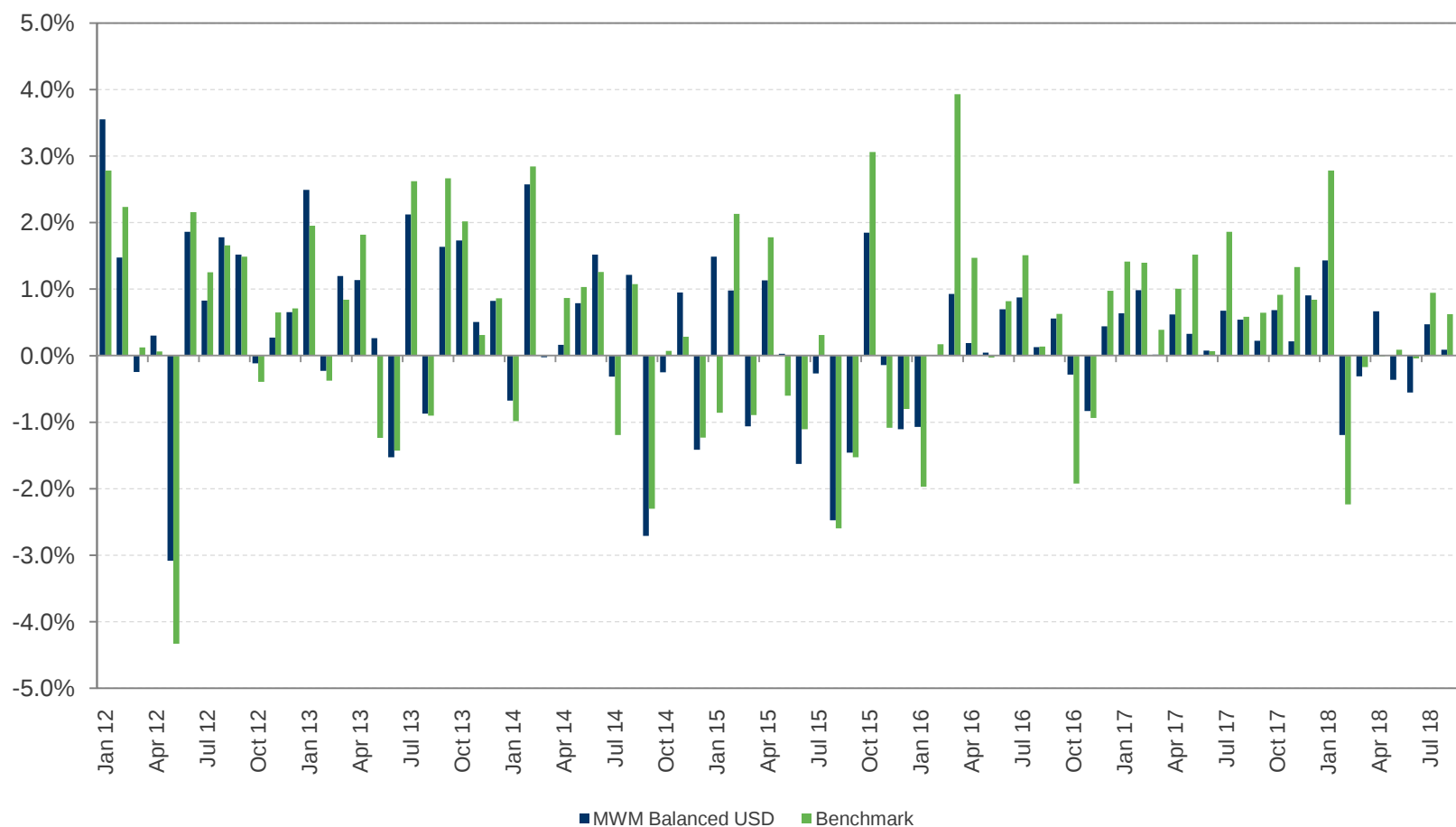


- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 1.76% vs. 5.19% Benchmark²**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 8.30% vs. 20.53% Benchmark²**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): 27.43% vs. 41.80% Benchmark²**

¹ A 2 de octubre de 2018

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad histórica (2)



- **Desviación estándar (1 año¹): 2.50% vs. 4.20% Benchmark²**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 1.97% vs. 3.26% Benchmark²**
- **Sharp Ratio (1 año¹): 0.05 vs. 0.86 Benchmark²**
- **Var 95% - 1day (1 año¹): -0.24% vs. -0.46% Benchmark²**

¹ A 2 de octubre de 2018

² Benchmark = 5% Fed Funds + 43% JPM Global Aggregate Bond Index + 38% MSCI World + 4% S&P GSCI + 10% HFRI FoHF

This document is for information purposes only and does not constitute, and may not be construed as, a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities and/or assets mentioned herein. Nor may the information contained herein be considered as definitive, because it is subject to unforeseeable changes and amendments.

Past performance does not guarantee future performance, and none of the information is intended to suggest that any of the returns set forth herein will be obtained in the future.

The fact that MWM can provide information regarding the status, development, evaluation, etc. in relation to markets or specific assets cannot be construed as a commitment or guarantee of performance; and MWM does not assume any liability for the performance of these assets or markets.

Data on investment stocks, their yields and other characteristics are based on or derived from information from reliable sources, which are generally available to the general public, and do not represent a commitment, warranty or liability of MWM.