

# Política de Inversión

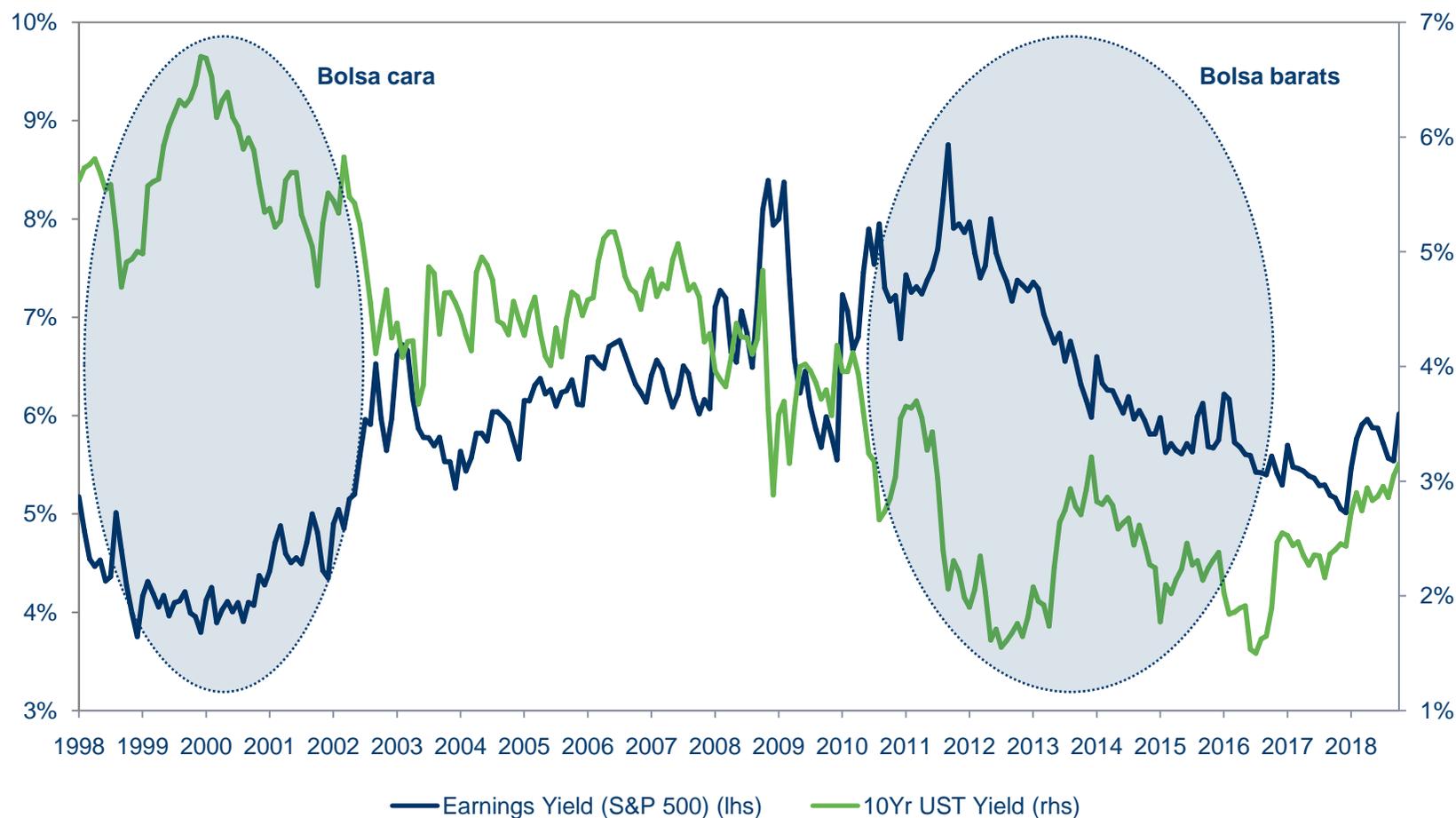
Noviembre 2018



- Las fuertes **caídas en los mercados de acciones** durante el mes de octubre ha dejado a los inversores preguntándose por sus **posibles causas**. Como ya ocurrió en enero, la velocidad de la corrección apunta a **factores técnicos** (negociación algorítmica, negociación de alta frecuencia, estrategias de paridad de riesgo, etc.). Sin embargo, creemos que el principal motivo ha sido el **aumento de los tipos de interés a largo plazo** en los EE. UU. (Como resultado del aumento de las presiones salariales), que se ha traducido en menores múltiplos Precio/Beneficio
- A pesar de las **decepcionantes cifras de crecimiento en Europa y China**, el crecimiento de **Estados Unidos sigue siendo sólido**; sustentado por la fuerte confianza de los consumidores y las empresas. Además, **los mercados de bonos no muestran signos de una caída de la actividad económica**, ya que los diferenciales de crédito siguen siendo ajustados y los rendimientos de los bonos del Tesoro americano a largo plazo no retrocedieron, a pesar de la corrección del mercado de acciones. Otros indicadores importantes, como los PMI o las condiciones financieras, tampoco apuntan a una recesión en los próximos 12 meses
- En resumen, creemos que hemos visto una **corrección en valoraciones**, en lugar de una **corrección basada en datos macro** (como fue el caso en 2015). Por lo tanto, **no hemos reducido nuestra asignación a activos de riesgo**, teniendo en cuenta nuestro **posicionamiento ya defensivo**. Aunque seguimos creyendo que estamos en las últimas etapas del ciclo, y se justifica un enfoque prudente del riesgo, esta **corrección ofrece una buena oportunidad para "comprar las caídas"** para aquellos clientes que no tienen suficiente inversión en acciones. En este sentido, la caída en algunas **acciones estadounidenses de calidad** ha superado la de sus pares europeos, y ofrece una oportunidad para aumentar su asignación en carteras

	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
<b>Renta Fija</b>	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
<b>Renta Variable</b>	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
<b>Inversiones Alternativas</b>	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

# Los tipos al alza son la causa detrás de la corrección



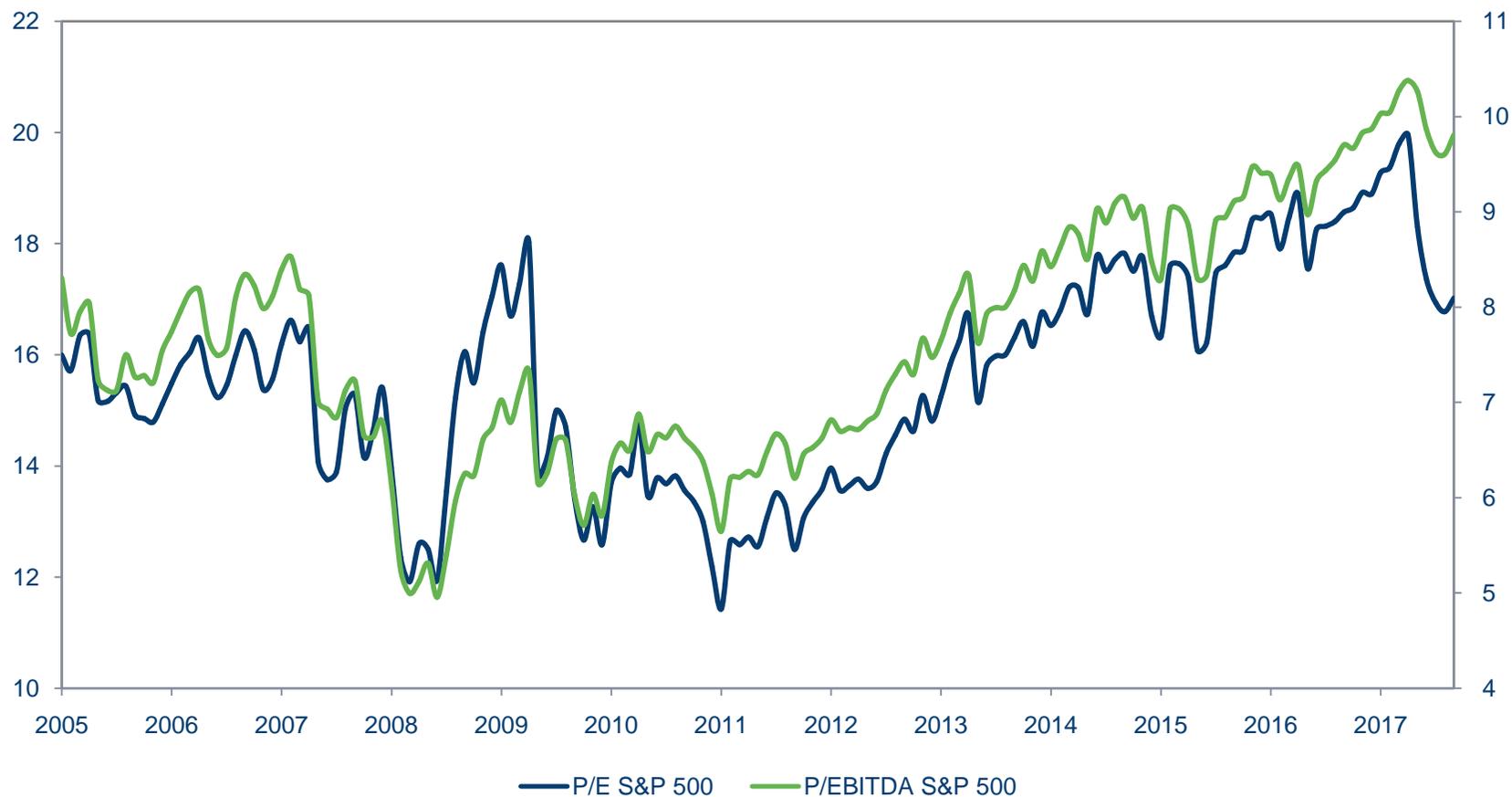
- La caída en los mercados de acciones ha sido proporcional al aumento en las tasas de interés a largo plazo, ya que las ganancias no han sido revisadas significativamente. Como resultado, la prima de riesgo apenas se ha visto afectada
- A diferencia de otras ocasiones, no ha habido un mecanismo de "autocorrección", y los rendimientos del Tesoro de los Estados Unidos se han mantenido elevados a pesar de la corrección en los mercados de valores

# Tras la corrección las acciones ya no están caras

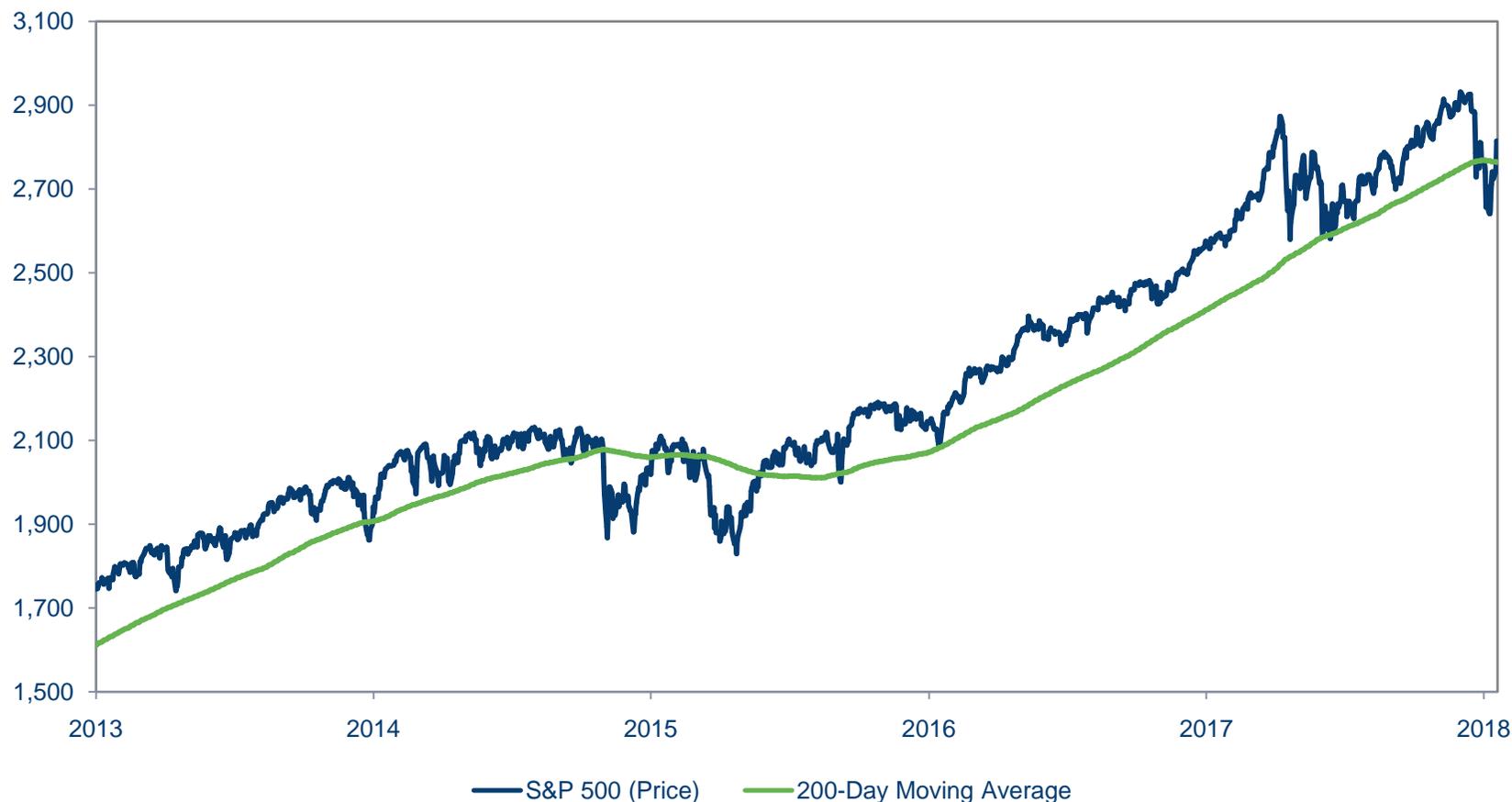


- Tanto la **prima de riesgo** como los múltiplos **precio/beneficios** actuales están **relativamente bien valorados** en comparación con sus niveles históricos, lo que hace que las acciones estadounidenses sean menos vulnerables a las expectativas de ganancias
- En términos relativos, las acciones tienen **una valoración similar al período 2003-2006**, que en retrospectiva y excluyendo al sector financiero, fue un período en el que la bolsa estaba baratas

# Los bajos tipos de interés distorsionan las valoraciones

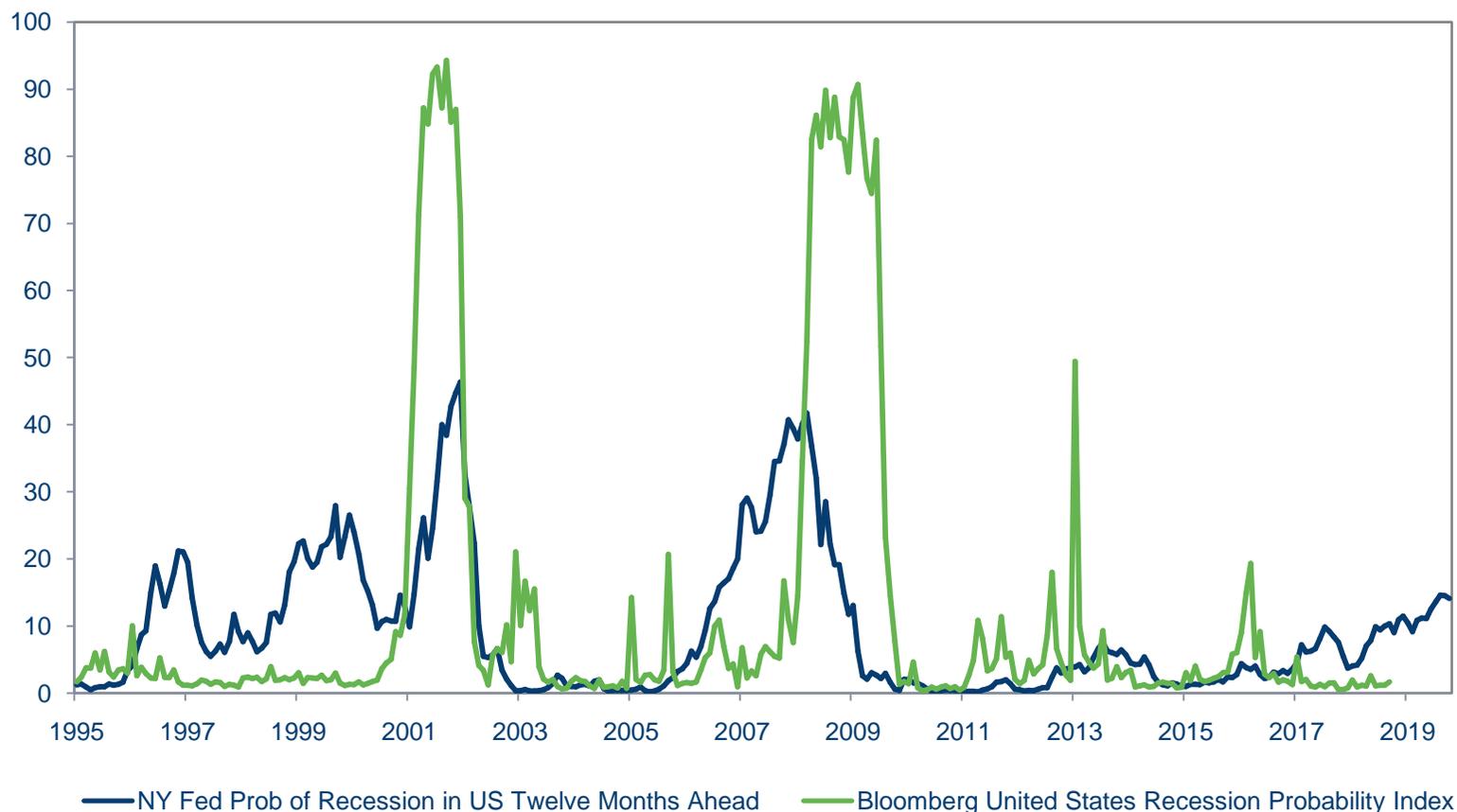


- Sin embargo, es importante tener en cuenta el **“efecto base”**, ya que la relación Precio/Beneficios no es lineal, y el nivel más bajo de lo normal de los tipos de interés significa que un cambio en ellos tiene un mayor impacto en las valoraciones
- Además, las **ganancias se ven afectadas negativamente por las tasas de interés más altas**. Al ajustarse a este impacto, las acciones todavía parecen relativamente caras

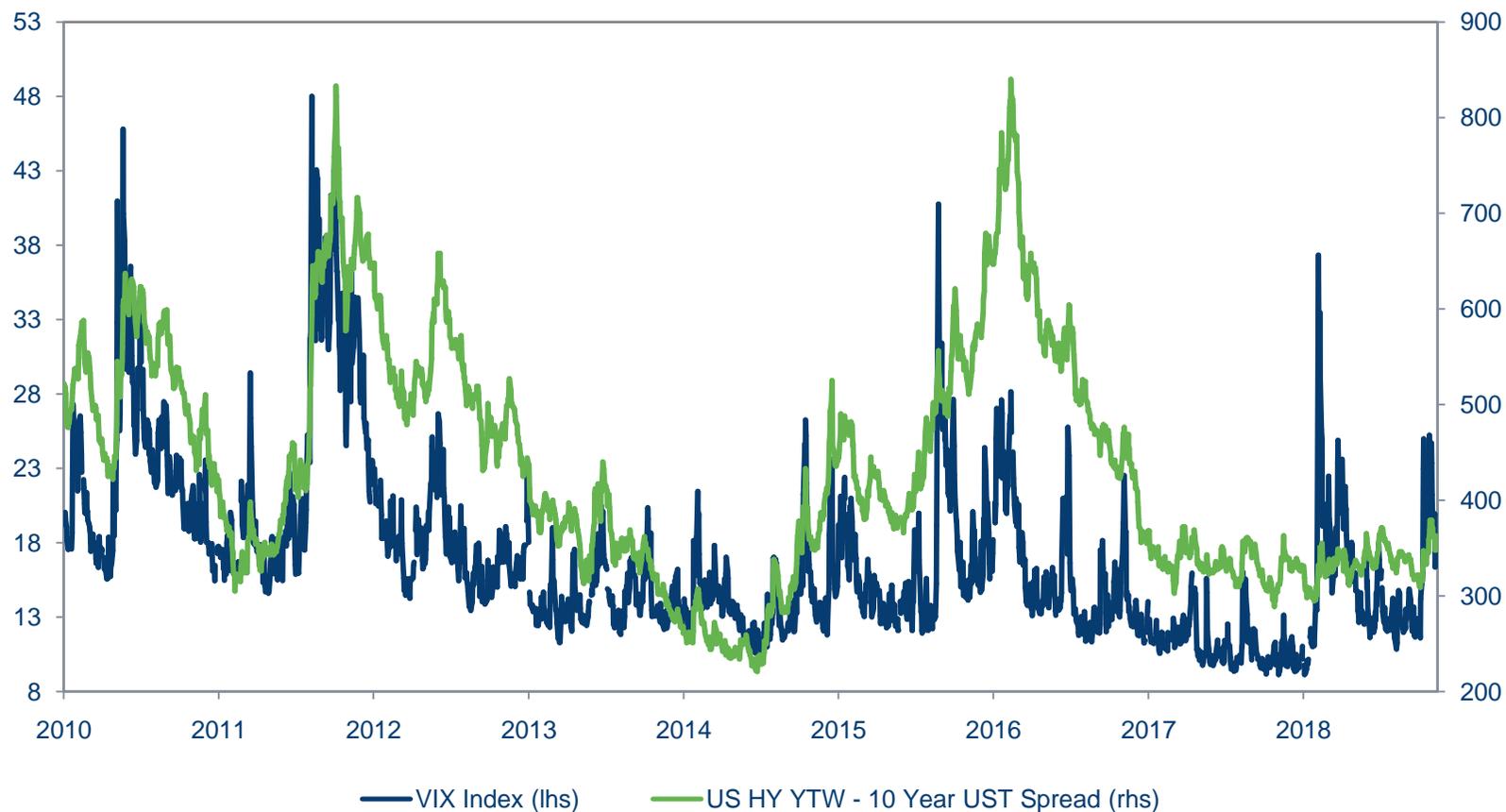


- Después del desplome bursátil en octubre, los principales índices en Estados Unidos entraron en **territorio de corrección**. Sin embargo, han logrado recuperarse desde entonces
- La principal diferencia esta vez, en comparación con la corrección en 2015, es que **los bancos centrales no están mostrando ninguna intención de brindar apoyo a los mercados financieros**

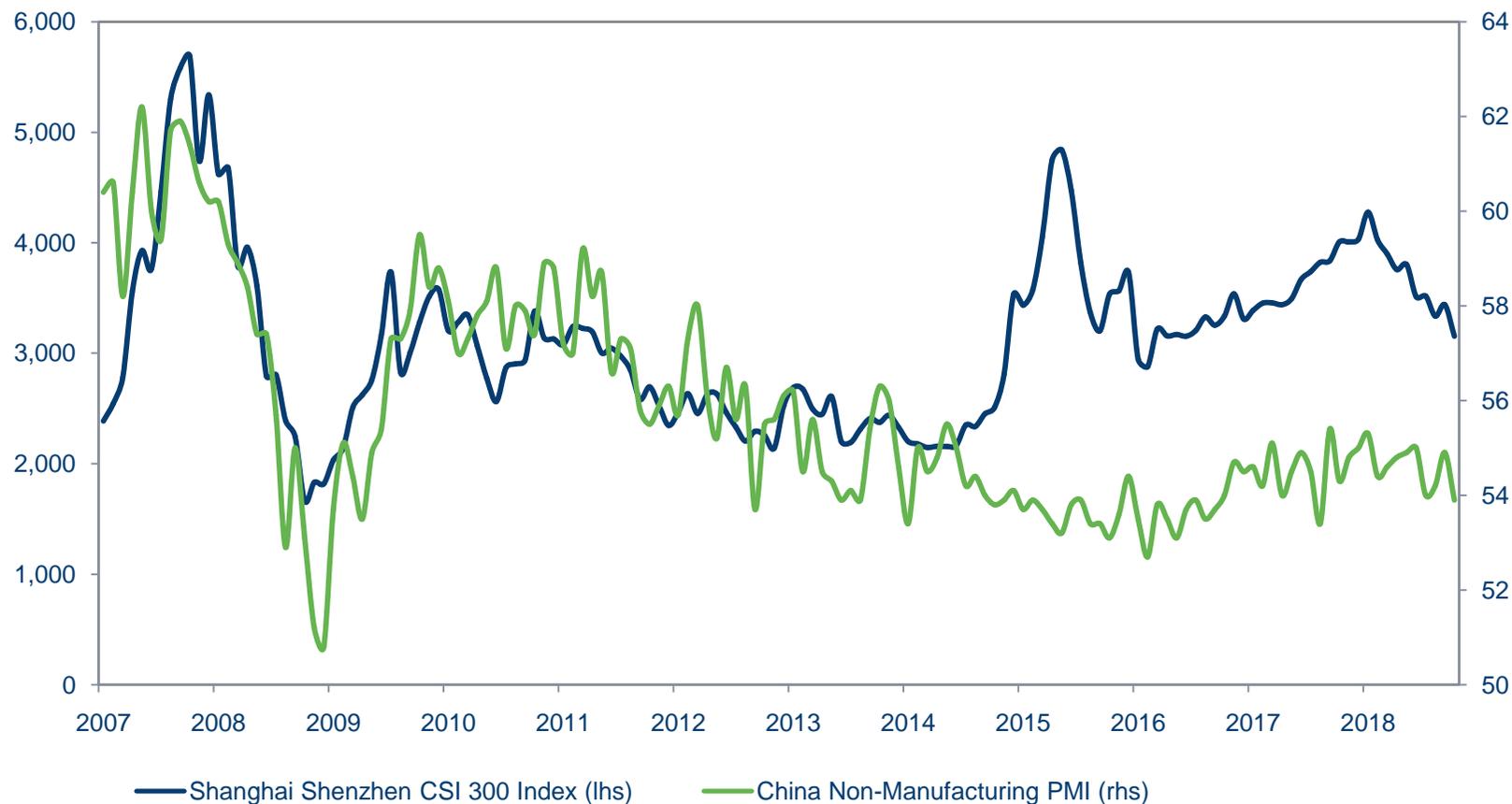
## La probabilidad de recesión sigue siendo baja



- El comportamiento de los bancos centrales es un reflejo de la **baja probabilidad de una recesión**, que se manifiesta por la fortaleza de un gran número de indicadores macroeconómicos (confianza de los consumidores y las empresas, PMI, empleo, etc.)
- Solo la **forma de la curva de tipos** es motivo de preocupación, aunque creemos que esto es el resultado de la presión que sobre las tasas a largo plazo ejercen factores estructurales

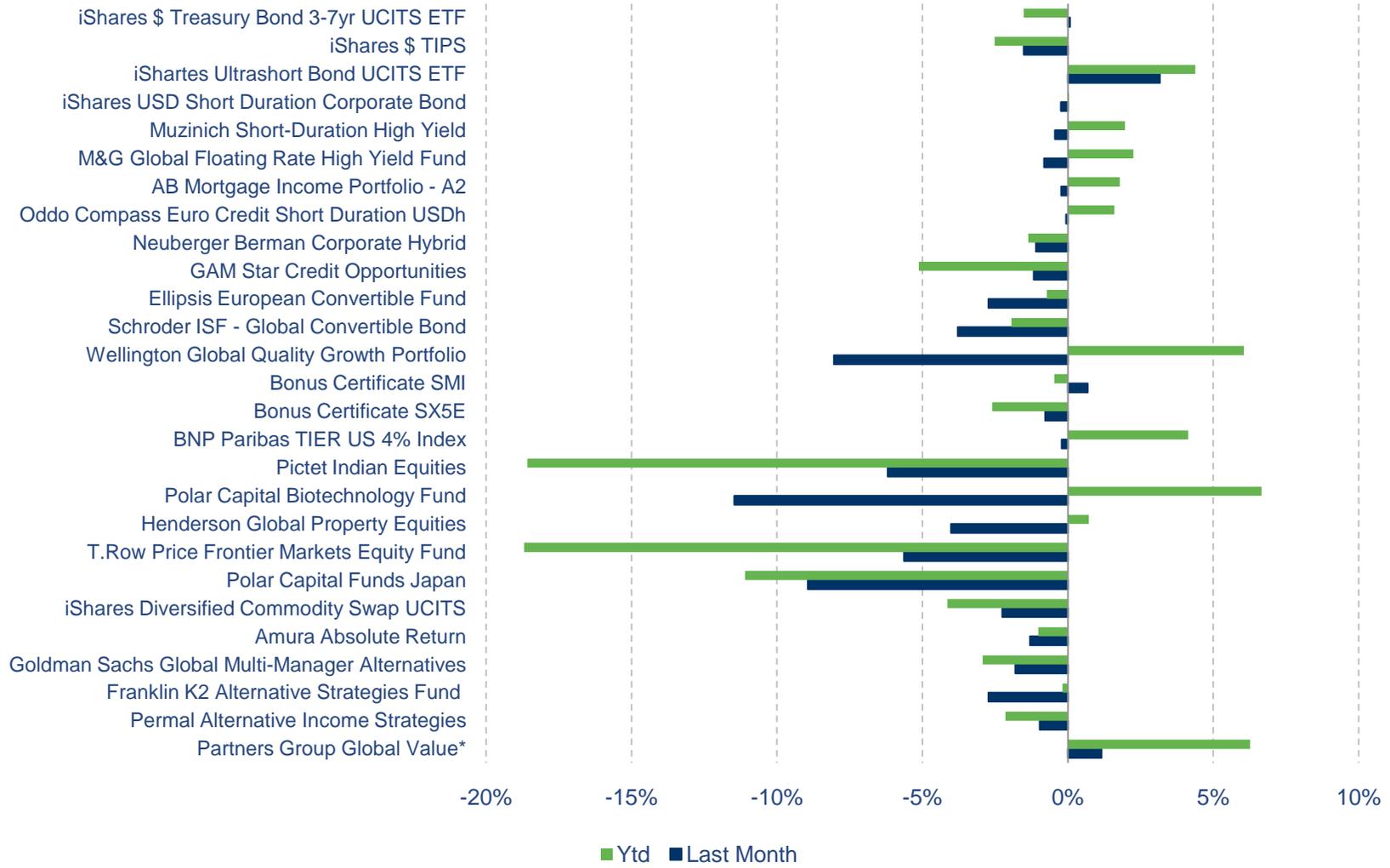


- Los **mercados de bonos**, que a menudo tienen más éxito anticipando recesiones que los mercados de acciones, **apenas se han movido** durante las correcciones de enero y octubre
- Este es un **patrón muy inusual**, que también **apoya la tesis de que la corrección se debe a un aumento de los tipos de interés**, como consecuencia de la robustez de la economía estadounidense



- Nuestra principal área de **preocupación a nivel macro** sigue siendo la **desaceleración del crecimiento en China**, junto con el alto nivel de deuda en el país
- Los problemas de crecimiento no solo afectan al **sector manufacturero**, sino también a la **economía de servicios**, y son la principal causa detrás del **mal desempeño de las acciones chinas**

# Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg a 1 de octubre de 2018  
 \* Fondo publica NAV con un mes de retraso

	<b>Escenario 1</b> Recesión por accidente	<b>Escenario 2</b> Goldilocks	<b>Escenario 3</b> Nuevo régimen
<b>Causas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Una desaceleración económica mundial causada por accidentes políticos o errores de política monetaria</li> <li>Escenario deflacionista debido a una combinación de bajo crecimiento y factores estructurales</li> <li>La Fed tendrá que revertir el rumbo, lo que sería complicado si la inflación aumenta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>La inflación se recupera, pero continúa moderada a nivel mundial debido a factores estructurales (demografía, endeudamiento)</li> <li>La Fed continuará su camino de normalización</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las preocupaciones sobre el crecimiento se disipan y la actividad económica se acelera en EE. UU., Europa y Japón</li> <li>La inflación en EE. UU. aumenta, como consecuencia del estímulo fiscal del presidente Trump</li> <li>La Fed tendrá que acelerar el ritmo de los aumentos de tasas y/o reducción del balance</li> </ul>
<b>Impacto de mercado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Corrección en el crédito debido a un aumento en los impagos y una ampliación de los diferenciales corporativos</li> <li>Corrección en acciones debido a menores ganancias, aunque las tasas bajas ofrecerán apoyo</li> <li>Bonos de alta calidad beneficiados debido a la fuga hacia la calidad y la continuación de una política monetaria ultra-laxa</li> <li>Dólar neutral a débil, ya que la fuga hacia la calidad se compensa con bajas tasas de interés. Caída en las materias primas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las acciones se aprecian moderadamente, con Europa y Japón teniendo más recorrido que la bolsa americana</li> <li>Los diferenciales de crédito se mantienen estables a medida que el ciclo de crédito se alarga</li> <li>Los bonos soberanos sufren a medida que la política monetaria se normaliza progresivamente</li> <li>El dólar se aprecia moderadamente debido al diferencial de tipos positivo. Los precios de las materias primas aumentarán en el corto plazo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>El impacto en la renta variable dependerá de cuánto se mantenga el crecimiento económico real y cuán acomodaticia se mantenga la Fed</li> <li>Los bonos de calidad sufrirán fuertes pérdidas debido al alza de tipos</li> <li>El crédito corporativo corregirá moderadamente si la inflación se combina con un mayor crecimiento</li> <li>El USD se apreciará, en particular frente a las monedas frente a la deflación. Las materias primas se beneficiarán de una mayor inflación</li> </ul>
<b>Probabilidad</b>	40%	30%	30%

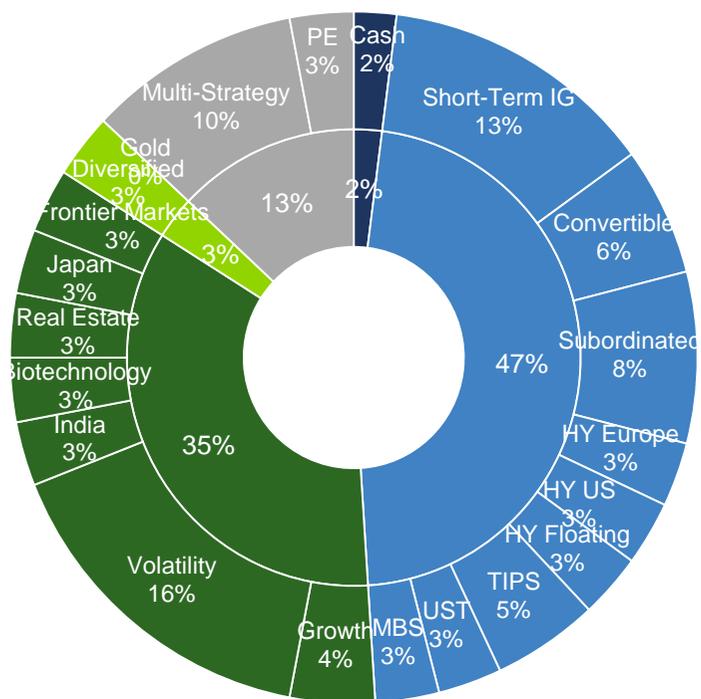
### Catalizadores a corto plazo

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

## Asignación activos

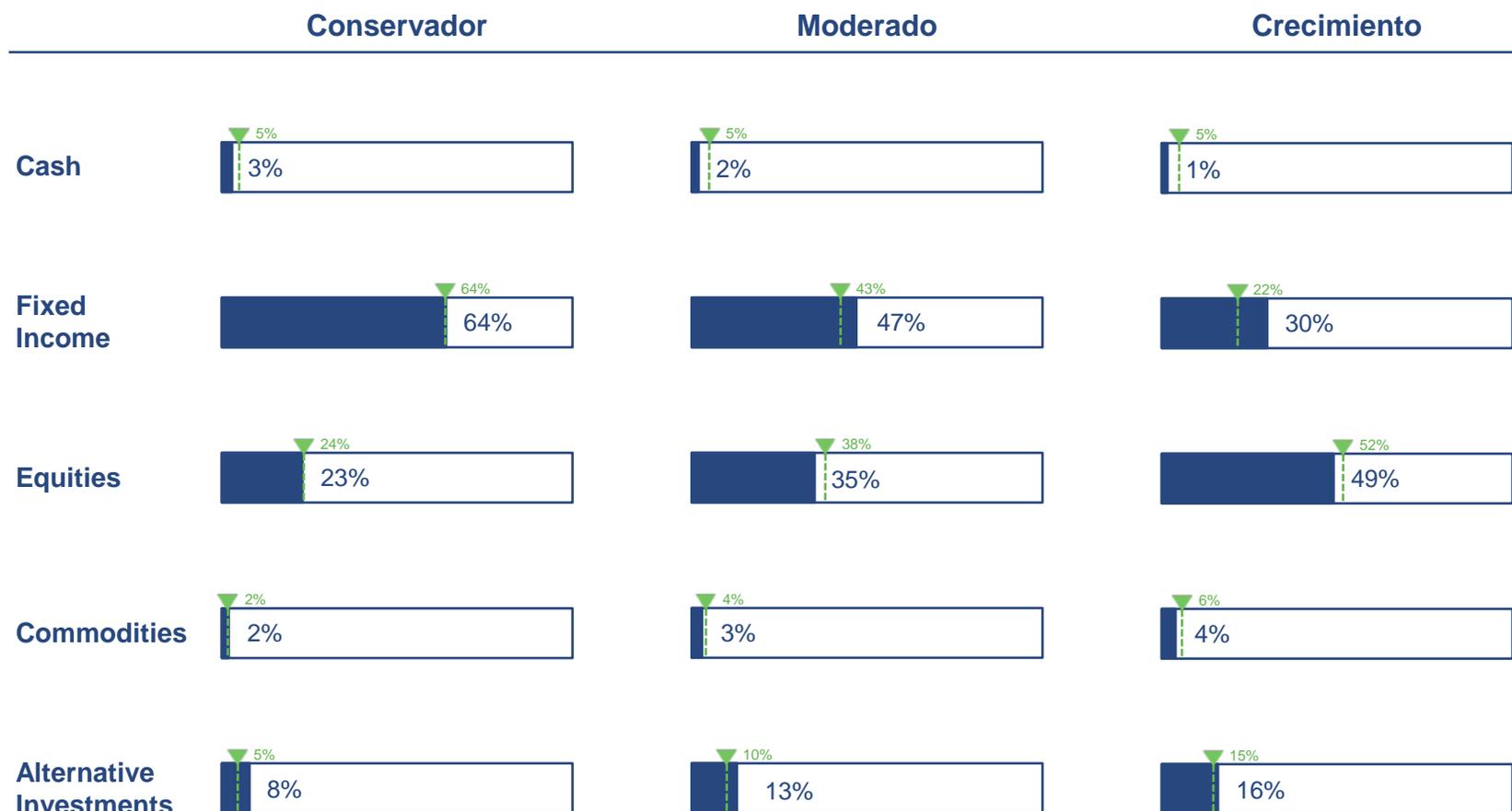


■ Cash 
 ■ Fixed Income 
 ■ Equity 
 ■ Commodities 
 ■ Alternative Inv.

## Asignación divisas

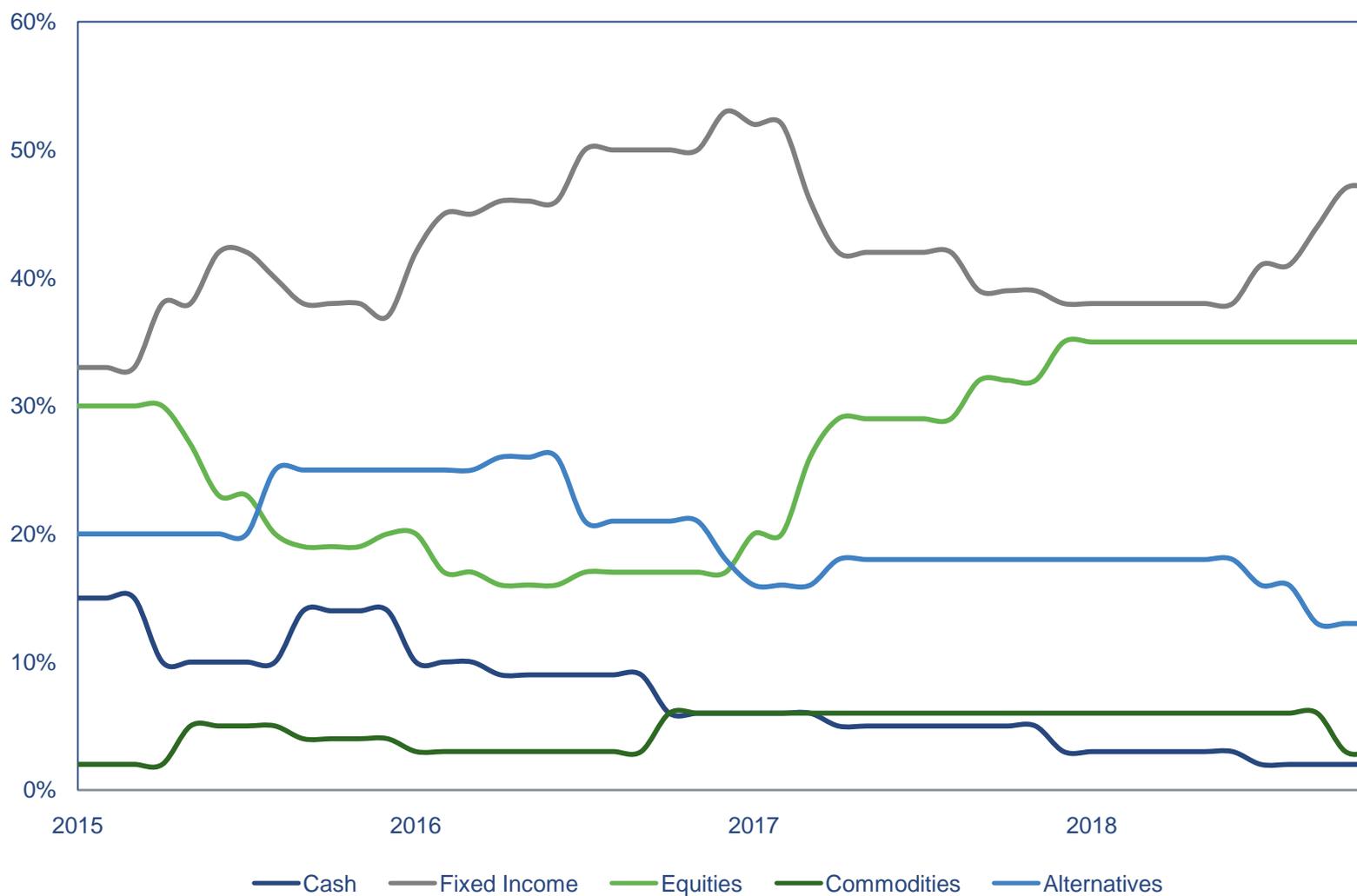


■ USD

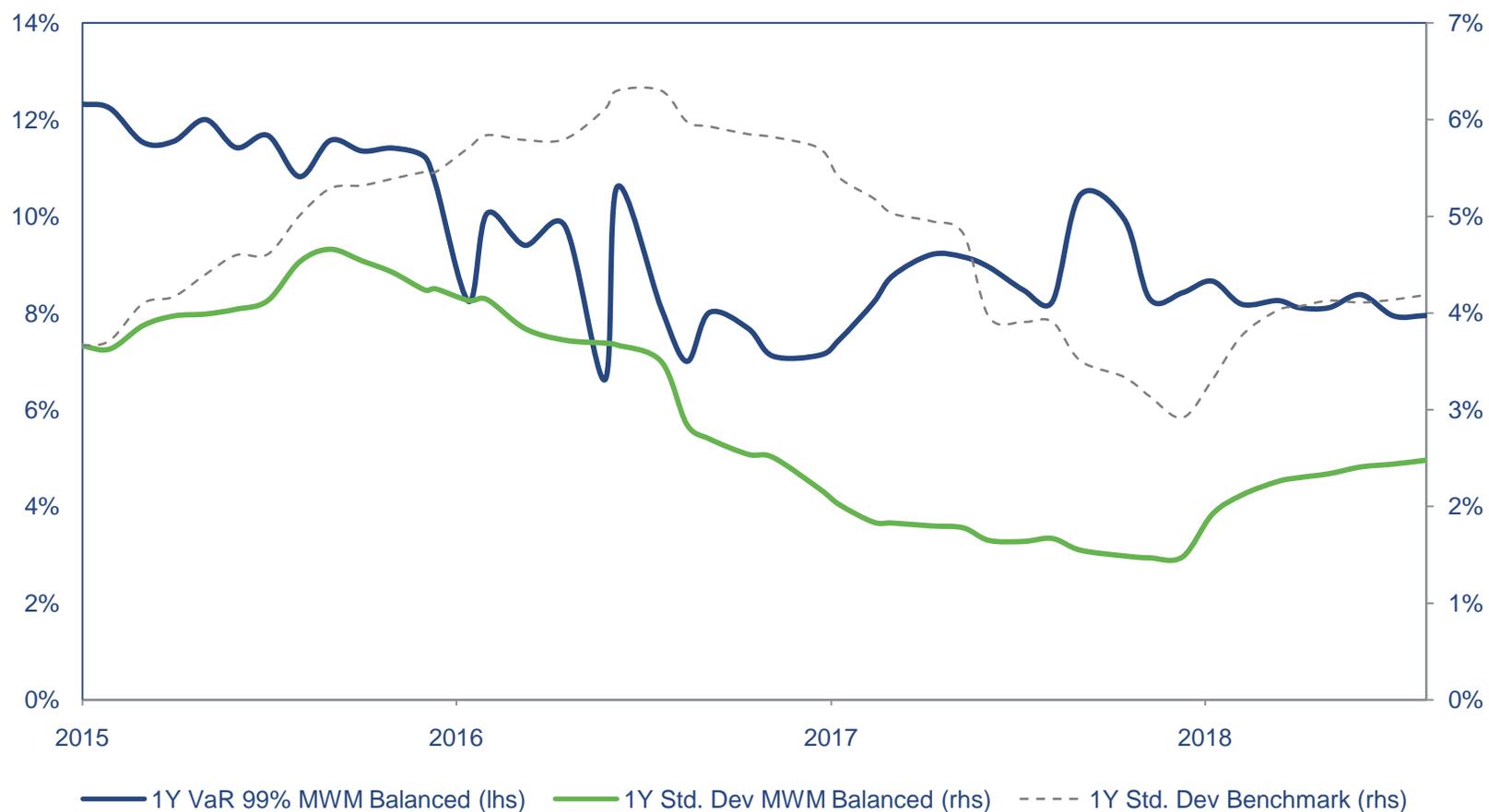


▼ Strategic Asset Allocation

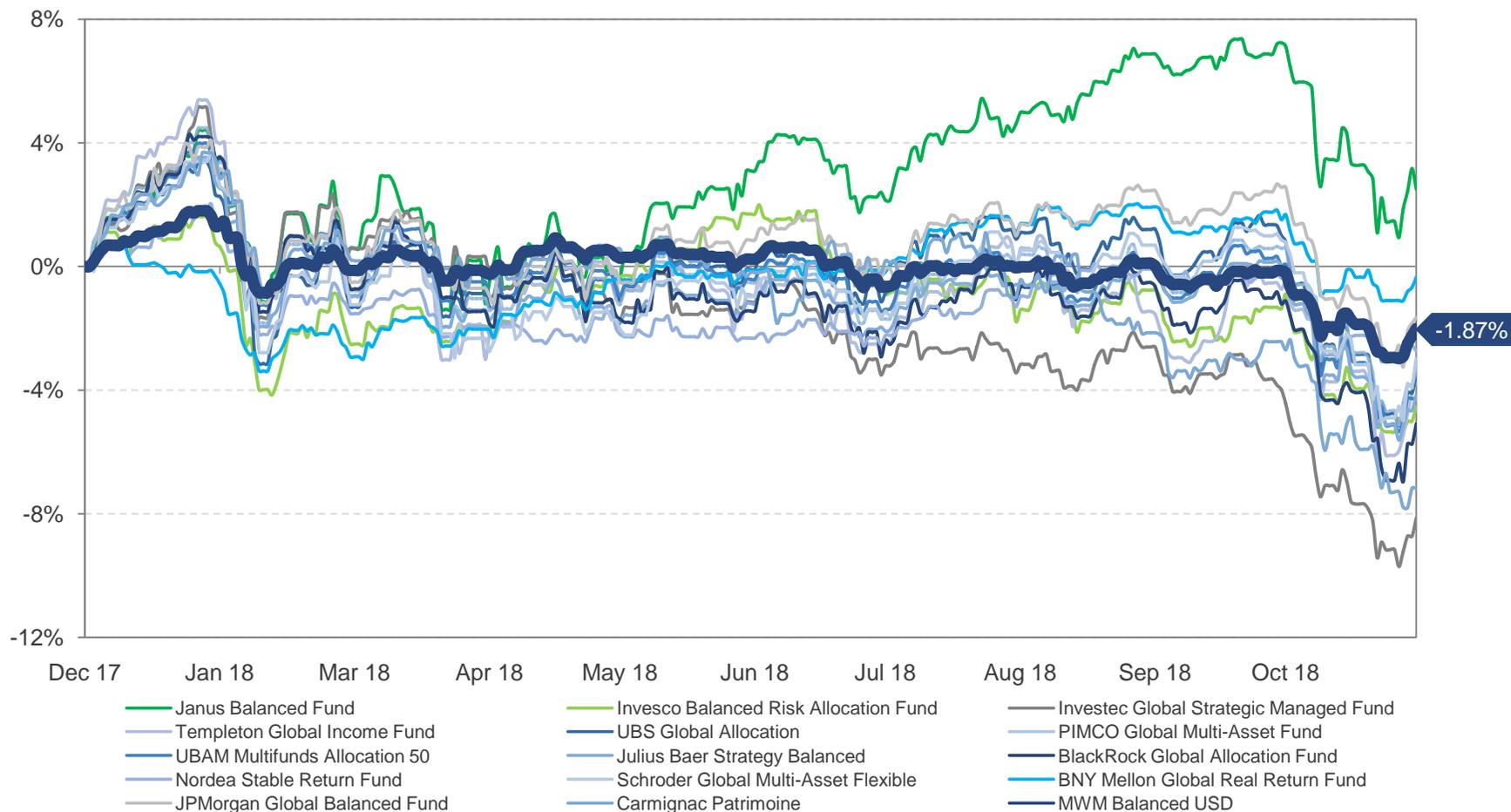
# Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos



# Portafolio Modelo MWM – Evolución VaR y volatilidad



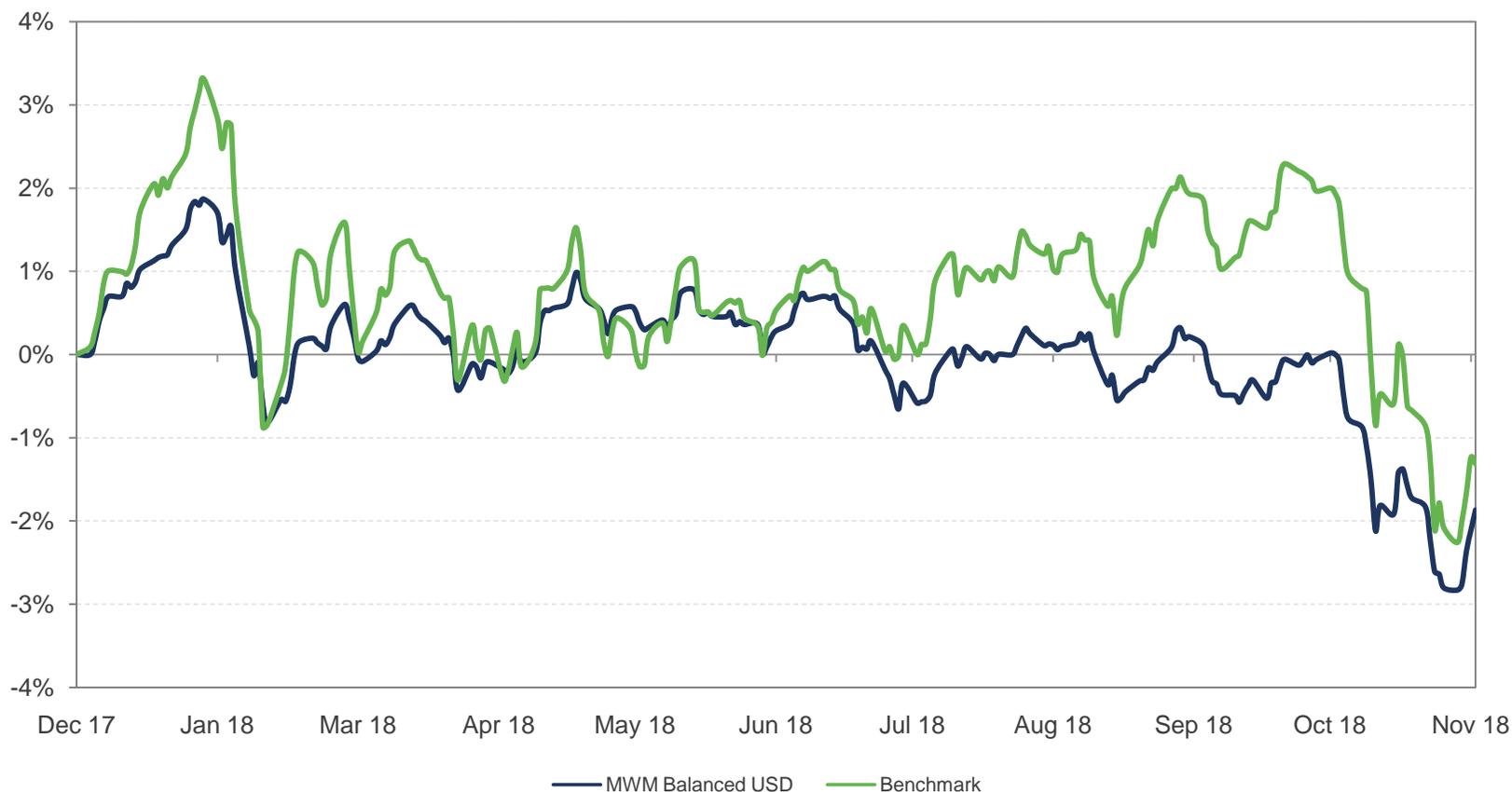
# Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta (en el año<sup>1</sup>): 4º de 15**
- **Desviación estándar (1 año<sup>1</sup>): 1º de 15**
- **Riesgo a la baja (1 año<sup>1</sup>): 1º de 15**
- **Sharp Ratio (1 año<sup>1</sup>): n/a**

<sup>1</sup> A 2 de noviembre de 2018  
Fuente: Bloomberg

## Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año<sup>1</sup>): **-1.87%** vs. **-1.31%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Desviación estándar** (en el año<sup>1</sup>): **3.00%** vs. **4.95%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Riesgo a la baja** (en el año<sup>1</sup>): **2.33%** vs. **3.81%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Sharp Ratio** (en el año<sup>1</sup>): **-1.35** vs. **-0.67** Benchmark<sup>2</sup>

<sup>1</sup> A 2 de noviembre de 2018

<sup>2</sup> 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)

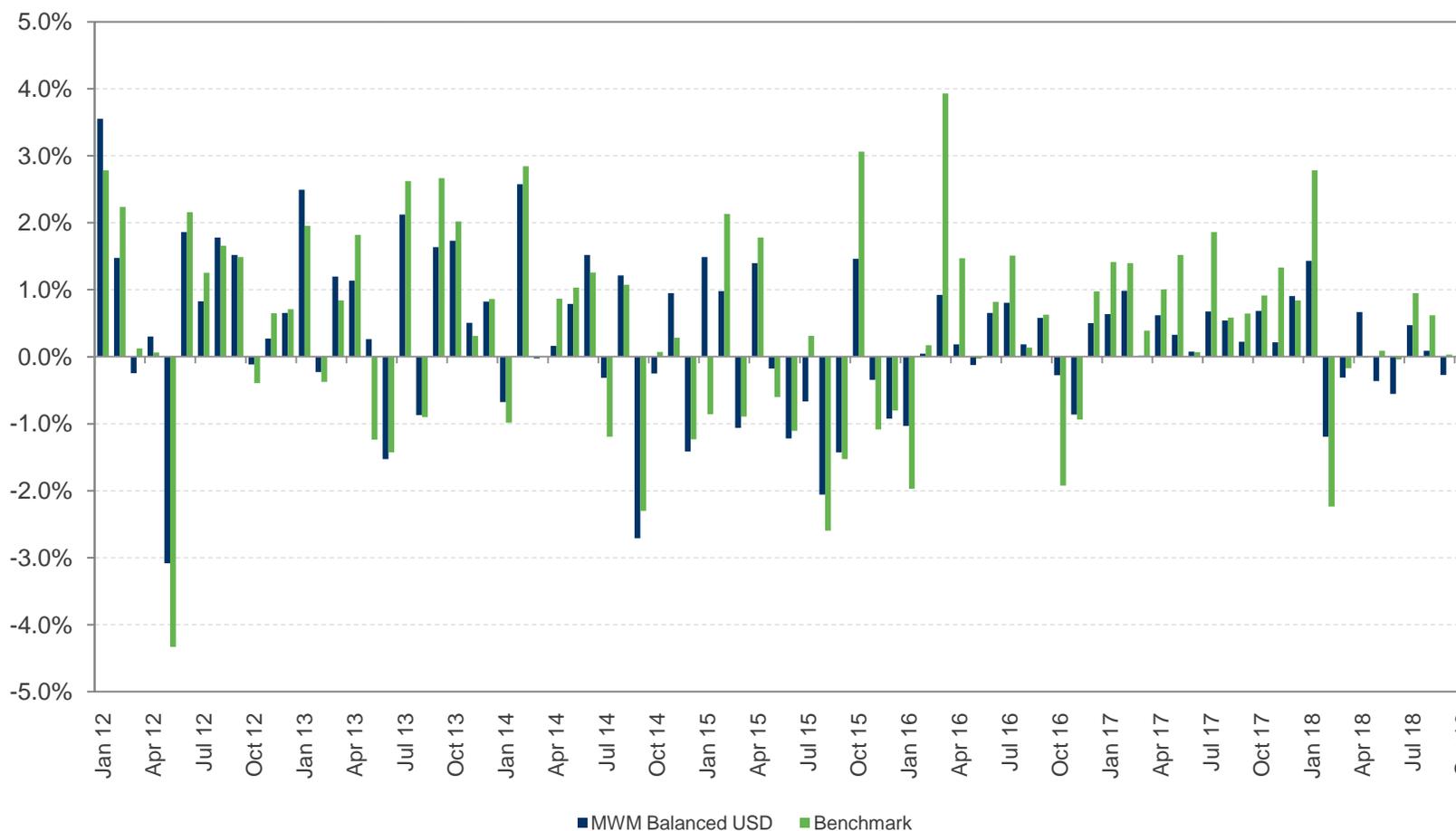


- Rentabilidad absoluta (1 año<sup>1</sup>): **-0.86%** vs. **0.66%** Benchmark<sup>2</sup>
- Rentabilidad absoluta (3 años<sup>1</sup>): **4.25%** vs. **14.03%** Benchmark<sup>2</sup>
- Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012<sup>1</sup>): **24.52%** vs. **36.77%** Benchmark<sup>2</sup>

<sup>1</sup> A 2 de noviembre de 2018

<sup>2</sup> 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 año<sup>1</sup>): 2.84% vs. 4.65% Benchmark<sup>2</sup>**
- **Riesgo a la baja (1 año<sup>1</sup>): 2.20% vs. 3.60% Benchmark<sup>2</sup>**
- **Sharp Ratio (1 año<sup>1</sup>): -0.92 vs. 0.22 Benchmark<sup>2</sup>**
- **Var 95% - 1day (1 año<sup>1</sup>): -0.34% vs. -0.50% Benchmark<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> A 2 de noviembre de 2018

<sup>2</sup> 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.