

Política de Inversión

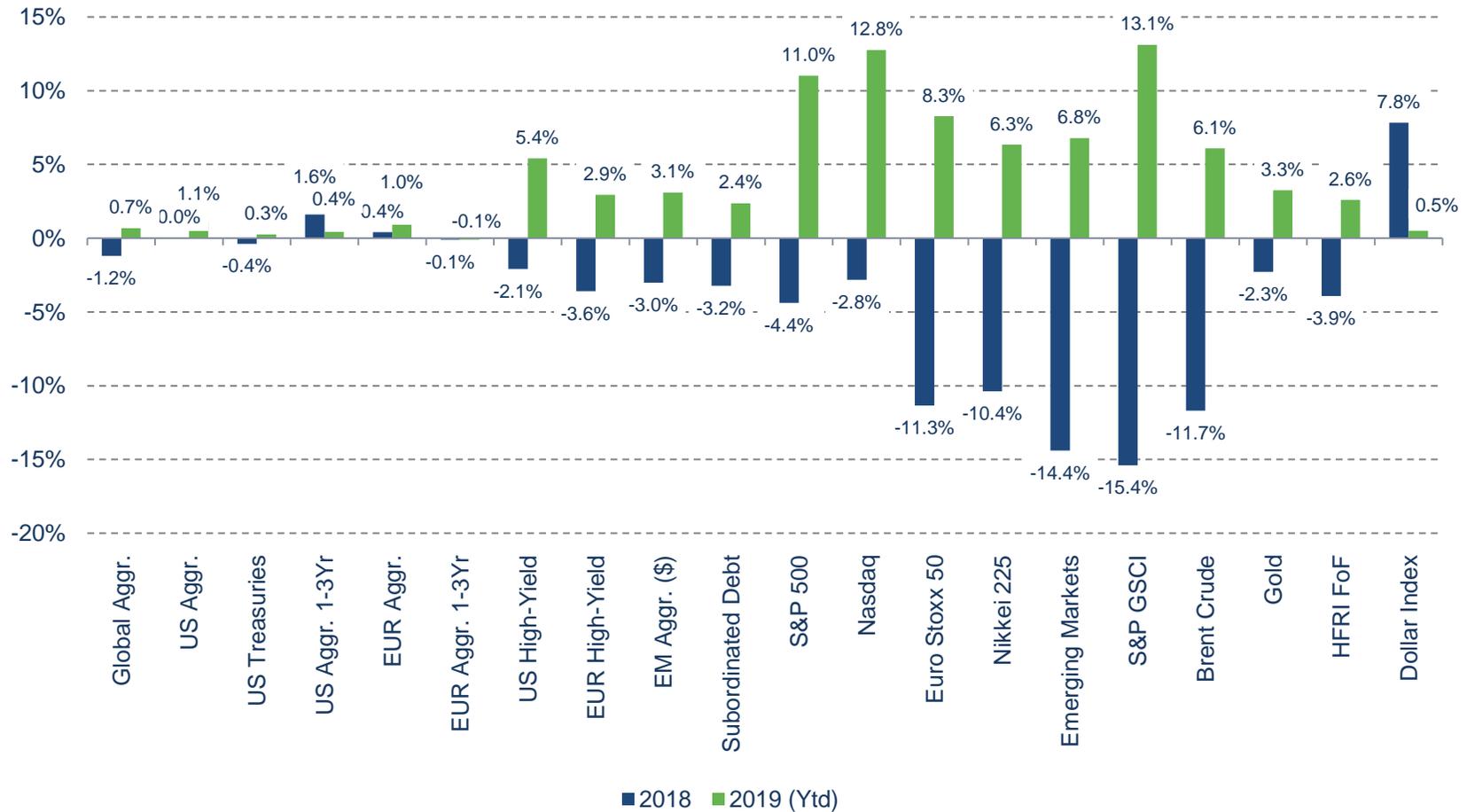
Febrero 2019



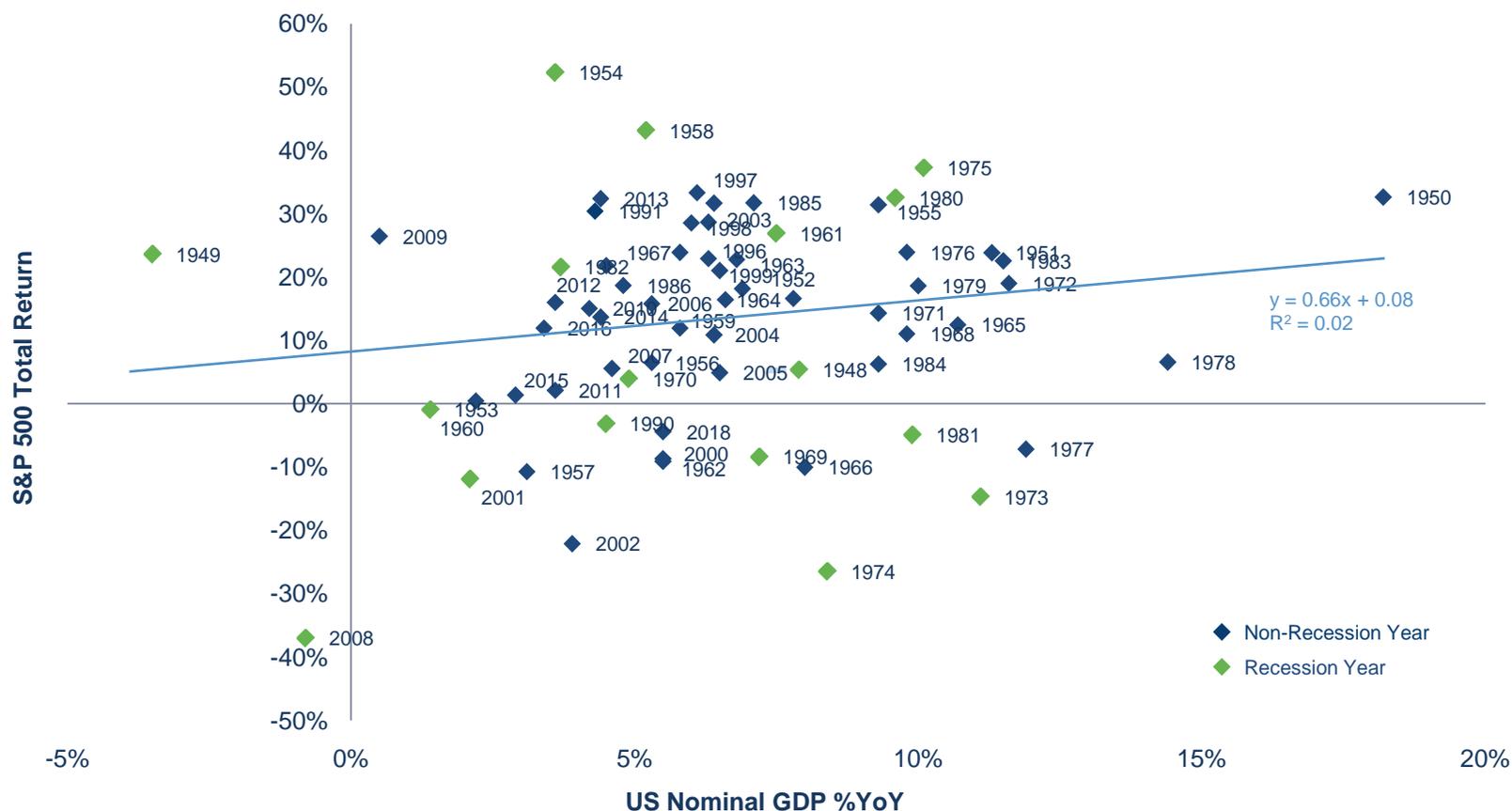
- A medida que el polvo se asienta después del pánico del fin de año, tanto **los datos macroeconómicos como las ganancias corporativas están trayendo de vuelta la calma a los mercados financieros**. A dicha normalización también está contribuyendo una **administración americana más constructiva**, que ha entendido que la paciencia del mercado es limitada cuando se trata de enfrentamientos perjudiciales para el crecimiento económico, como son el cierre del gobierno o la disputa comercial
- Si evitamos un accidente de política, y con la **Reserva Federal en espera** mientras las presiones inflacionarias permanezcan contenidas, estamos volviendo al escenario de **"Goldilocks"**. Este sería un **entorno propicio para los activos de riesgo**, particularmente para las acciones, actualmente con valoraciones relativamente atractivas
- No se puede decir lo mismo de los bonos, ya que la **prima temporal apenas existe**. Este es el resultado de (otra) **divergencia en entre las expectativas de la Reserva Federal (que ve un crecimiento sólido) y las del mercado de bonos**, que parece estar descontando una desaceleración económica. Si esto último no sucediera, el mercado de bonos podría verse abocado a una dolorosa corrección
- Como inversores, **no debemos preocuparnos en exceso por las recesiones**. Después de todo, si se contabilizan los aumentos de precios, el crecimiento económico ha sido casi una constante durante el último siglo. El final de un ciclo es solo el comienzo del siguiente, y lo que importa es **invertir en compañías que puedan resistirlos**
- Cuando se trata de **riesgos para la economía mundial**, continuamos percibiendo una **desaceleración económica en China** como el mayor de ellos; y aunque hay pruebas claras de que el reequilibrio de su economía será un proceso largo y difícil, **las autoridades chinas tienen todavía ciertas palancas para estabilizar su economía**. Según disminuye el impacto del gasto en infraestructura en el crecimiento, los **estímulos fiscales y monetarios** ganan importancia, razón por la cual esperamos que las políticas expansivas de China actúen una vez más como un estabilizador del crecimiento global

	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 medio plazo ya que la curva de rendimiento se ha aplanado considerablemente y hay un incremento de a prima temporal 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 amortiguar un posibles aumento de los tipos 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	=	Los mercados emergentes se han adaptado significativamente a un dólar más fuerte y las incertidumbres en torno al crecimiento mundial
Renta Variable	US	+	Tras las recientes correcciones experimentadas, las valoraciones de renta variable americana han mejorado substancialmente . Hemos incrementado por tanto nuestra 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 están teniendo un desempeño decepcionante, particularmente si se comparan con otras alternativas de bajo riesgo como la deuda corporativa a corto
	Materias Primas	=	La exposición a materias primas, 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

Un giro brusco en las expectativas del mercado

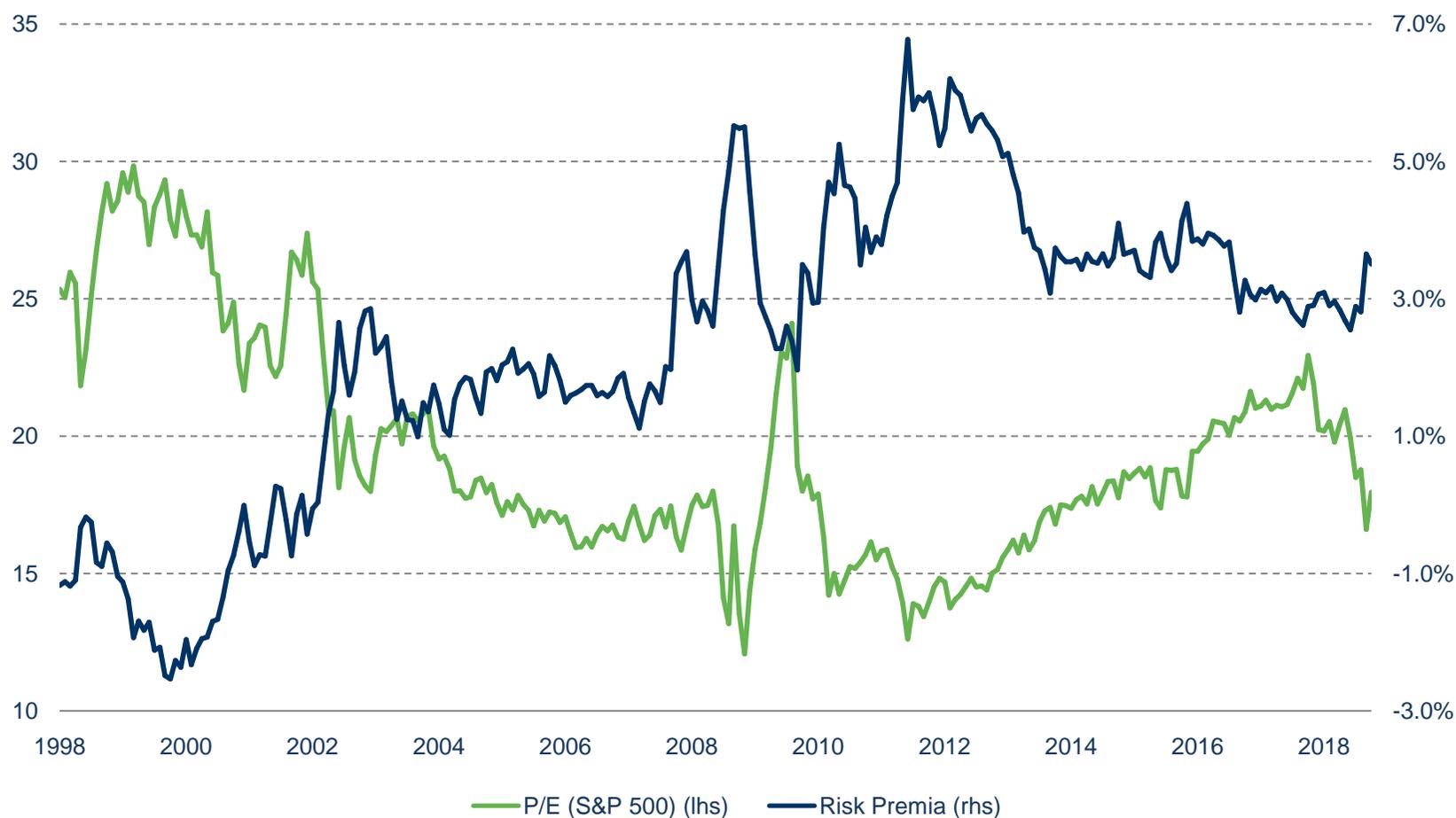


- A medida que tenemos más **datos acerca del estado real de la economía**, parece cada vez más claro que la fuerte caída en los mercados de capital acaecida a finales de año, no fue más que **otro incidente de comportamiento anómalo del mercado**, causado por la baja liquidez y el aumento de la ejecución automatizada de órdenes
- A pesar de la **fuerte recuperación** experimentada por los activos de riesgo a principios de año, los temores sobre la desaceleración del crecimiento mundial, la guerra comercial y una caótica administración de los EE.UU. no han desaparecido, y **debemos permanecer atentos**



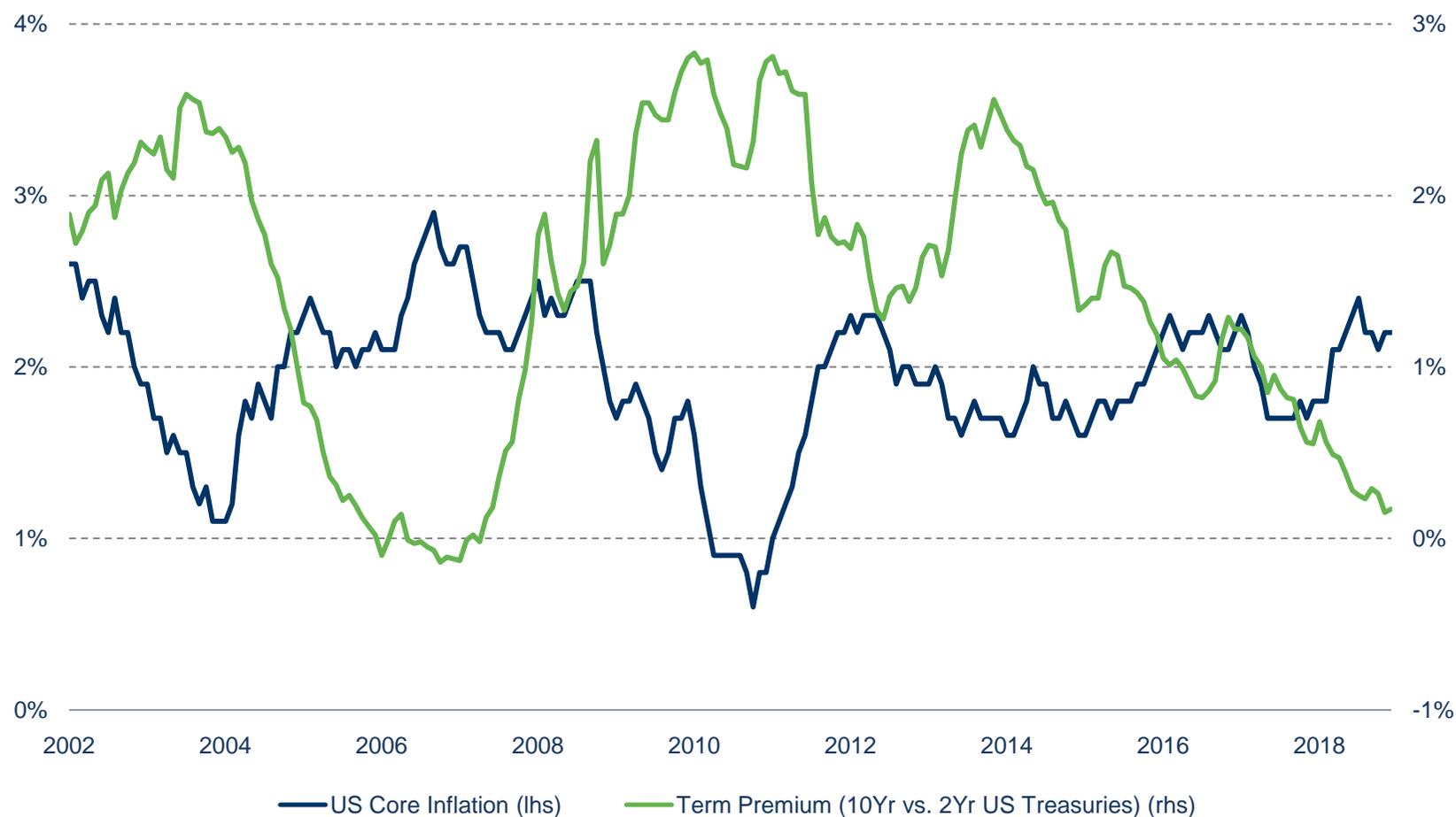
- Como inversores es importante **mirar más allá de los ciclos económicos**. El final de un ciclo es solo el comienzo del siguiente, y durante el último siglo ha habido muy pocos años en los que la economía no creció
- Las recesiones tienden a estar acompañadas por una caída en los mercados de acciones, pero no son una condición suficiente o necesaria. Por lo tanto, consideramos que es más productivo tratar de **evaluar el crecimiento que está implícitamente descontado en los precios de las acciones**, en lugar de anticipar la próxima recesión.

Las valoraciones proporcionan un colchón



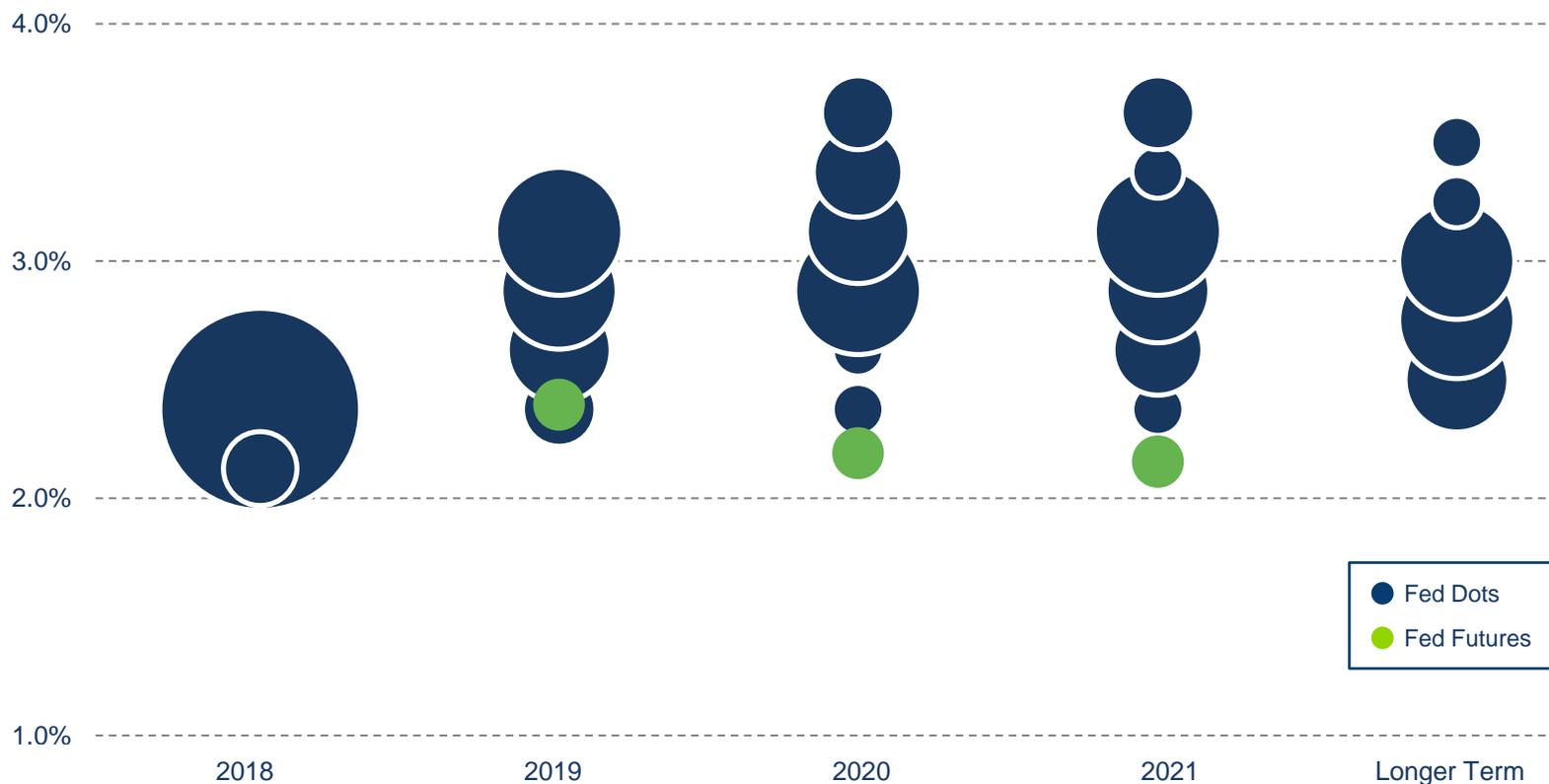
- De hecho, al observar las valoraciones, **las acciones parecen estar valoradas adecuadamente, o incluso baratas.** Este es el resultado de la caída de los precios de las acciones en un contexto de aumentos generalizados en las ganancias corporativas
- Además, si normalizamos el ratio Precio/Beneficio teniendo en cuenta el nivel de tipos de interés, **las valoraciones actuales proporcionan una protección decente frente a una desaceleración** de las ganancias corporativas

La prima temporal apunta a problemas en la renta fija



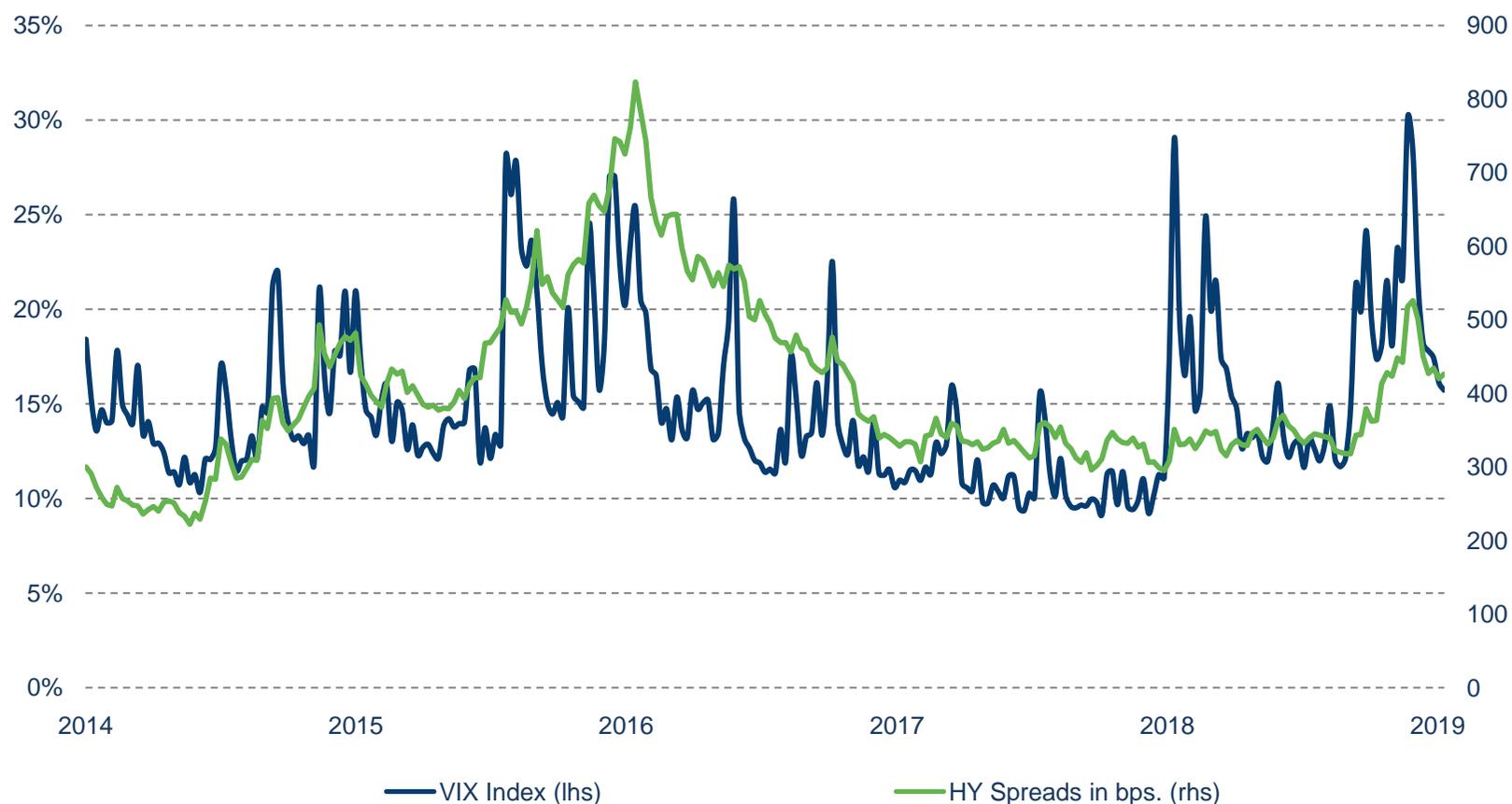
- Por el contrario, **los bonos parecen cada vez menos atractivos**, ofreciendo una **prima temporal insuficiente** por mantener vencimientos más largos
- Con una inflación estable en torno al objetivo de la Fed del 2%, una **curva de rendimiento plana plantea el riesgo de un cambio brusco en los tipos de interés** a largo plazo, en caso de que no haya una desaceleración de la actividad económica

La Fed y los mercados discrepan en su visión



- La **brecha actual en las expectativas de tipos de interés** entre la Reserva Federal y los mercados puede tener varias explicaciones, la Reserva Federal podría haber subido tipos por encima de la tasa neutral, o el mercado podría haber sobreestimado la probabilidad de una recesión
- En ocasiones anteriores, el mercado ha tenido razón, o alternativamente, la Reserva Federal se ha acomodado al consenso del mercado. Sin embargo, vemos un **riesgo muy asimétrico en seguir la opinión del mercado** y seguimos recomendando tomar duraciones cortas

De vuelta a los “goldilocks”



- La **normalización de los diferenciales y la volatilidad**, junto con una **Fed más paciente** y una inflación contenida, pueden devolvernos al escenario de “**Goldilocks**”, en el que la economía continúa creciendo a un ritmo moderado sin sobrecalentarse
- Este sería un **entorno favorable para los activos de riesgo**. De ahí nuestra decisión de no reducir el riesgo a pesar de la reciente corrección del mercado

El cambio de modelo en China llevará tiempo



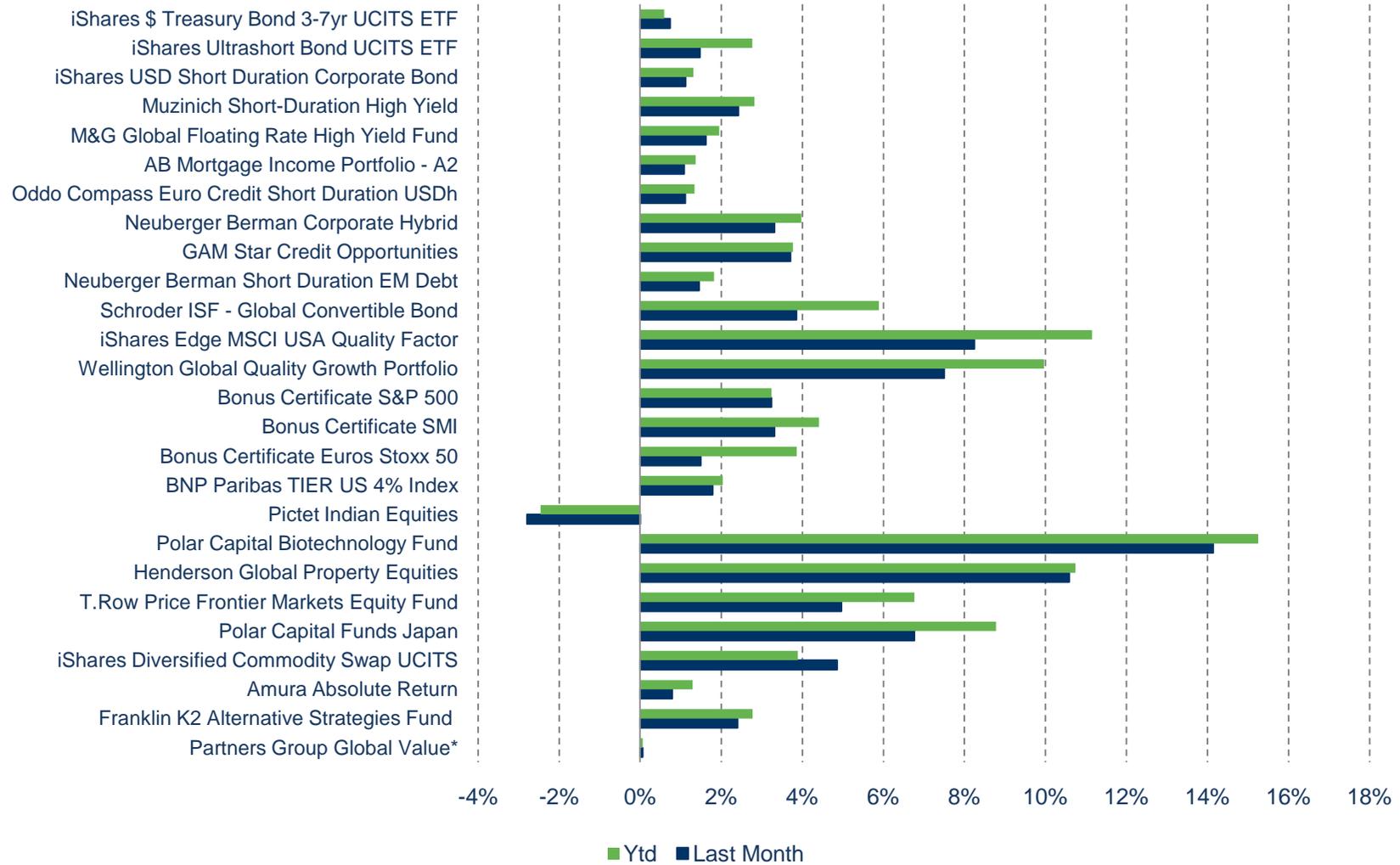
- Desde una perspectiva macroeconómica, China sigue planteando el mayor riesgo para la economía mundial. Con el **impulso de 2015-16 desvaneciéndose**, es evidente ahora que el **reequilibrio de su economía será un proceso que durará varias décadas**
- A medida que **disminuye el margen de maniobra** para estimular la economía mediante el gasto en infraestructuras, las autoridades chinas están lanzando **estímulos fiscales y monetarios**

La guerra comercial ya no parece tan fácil de ganar



- La administración americana se vio **envalentonada por la reacción inicial del mercado a las sanciones comerciales** sobre China
- Sin embargo, la fuerte corrección en diciembre, motivada principalmente por el impacto que las tensiones comerciales puedan tener sobre el crecimiento, ha servido como un **oportuno recordatorio de que el comercio mundial no es un juego de suma cero**

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg a 31 de diciembre de 2018
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

	Escenario 1 Recesión por accidente	Escenario 2 Goldilocks	Escenario 3 Nuevo régimen
Causas	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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 continúa moderada a nivel mundial debido a factores estructurales (demografía, endeudamiento) La Fed continuará su camino de normalización 	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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	35% (-10%)	40% (+10%)	25%

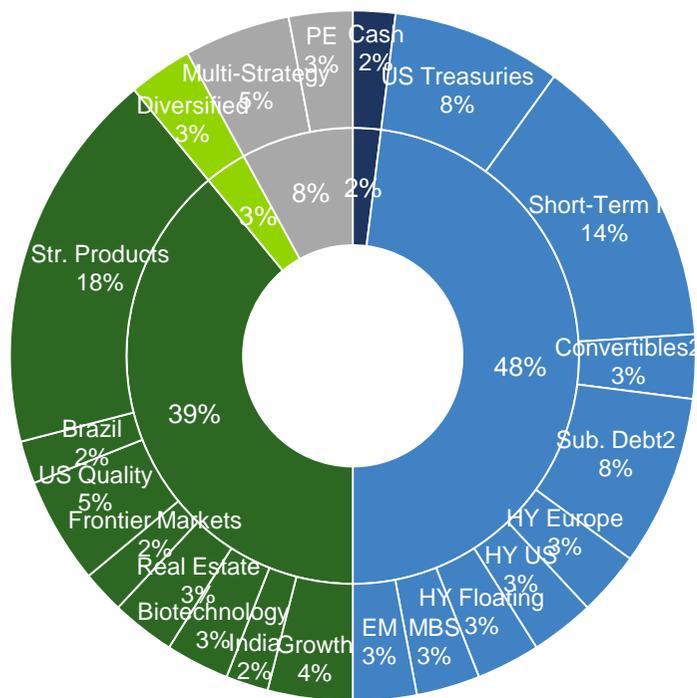
Catalizadores a corto plazo

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

Otros riesgos

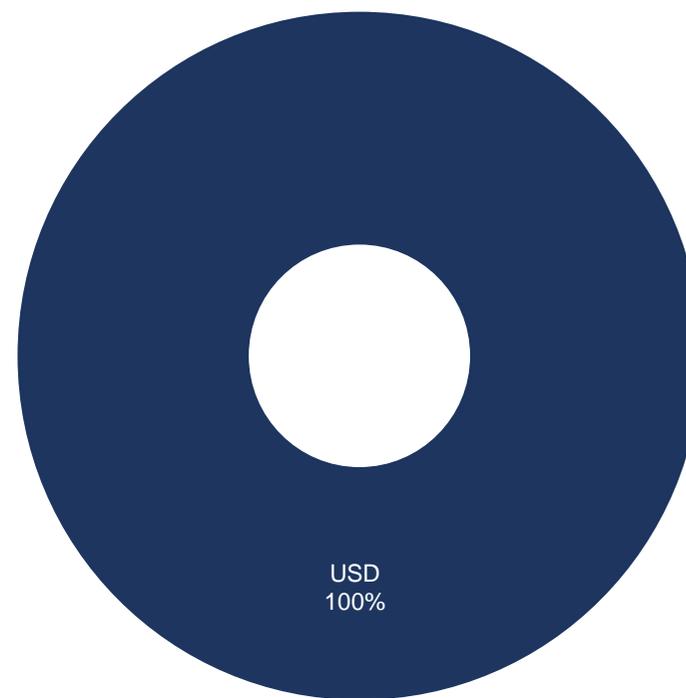
Guerra comercial, proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo

Asignación activos

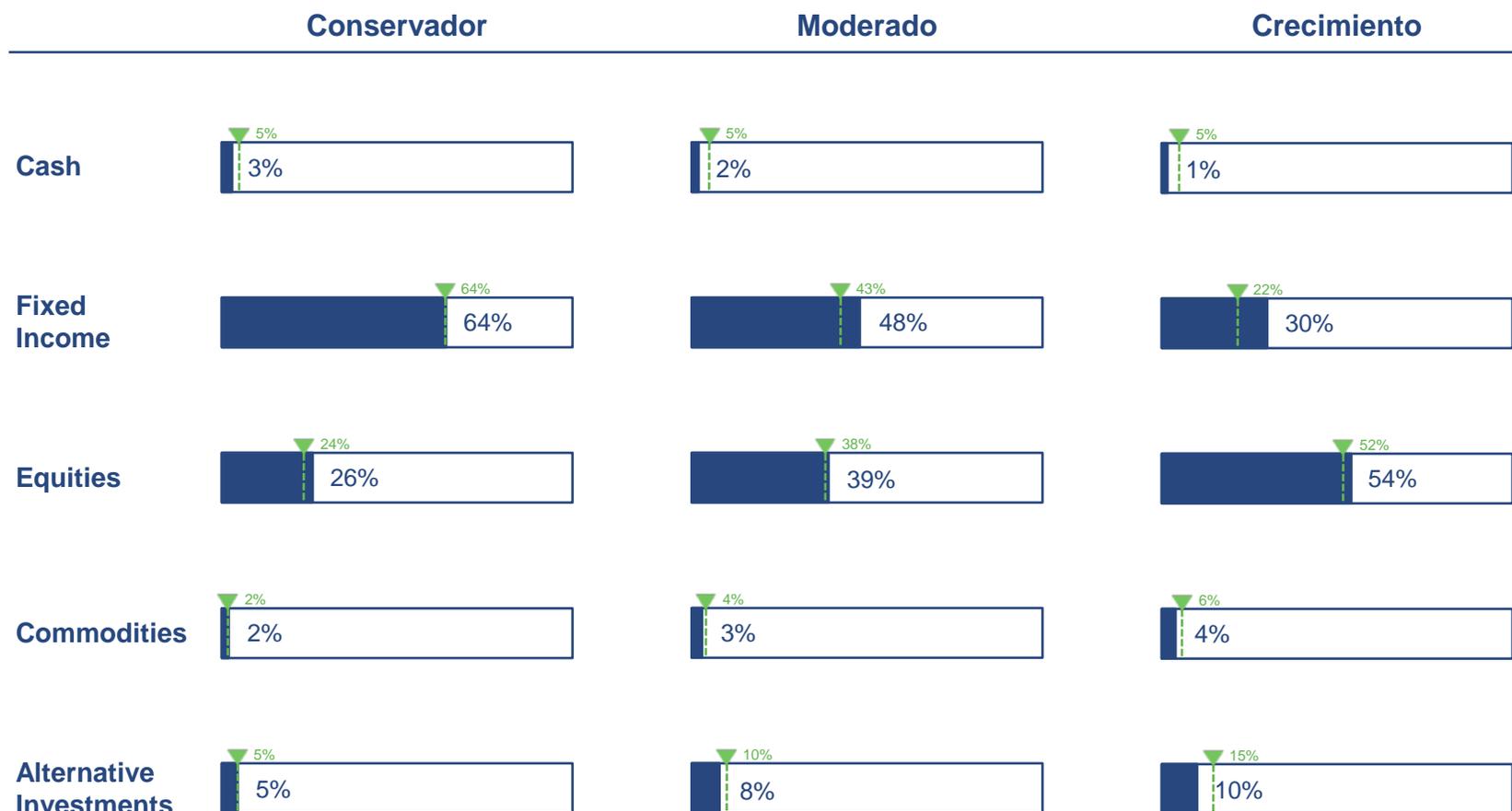


■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Commodities
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas

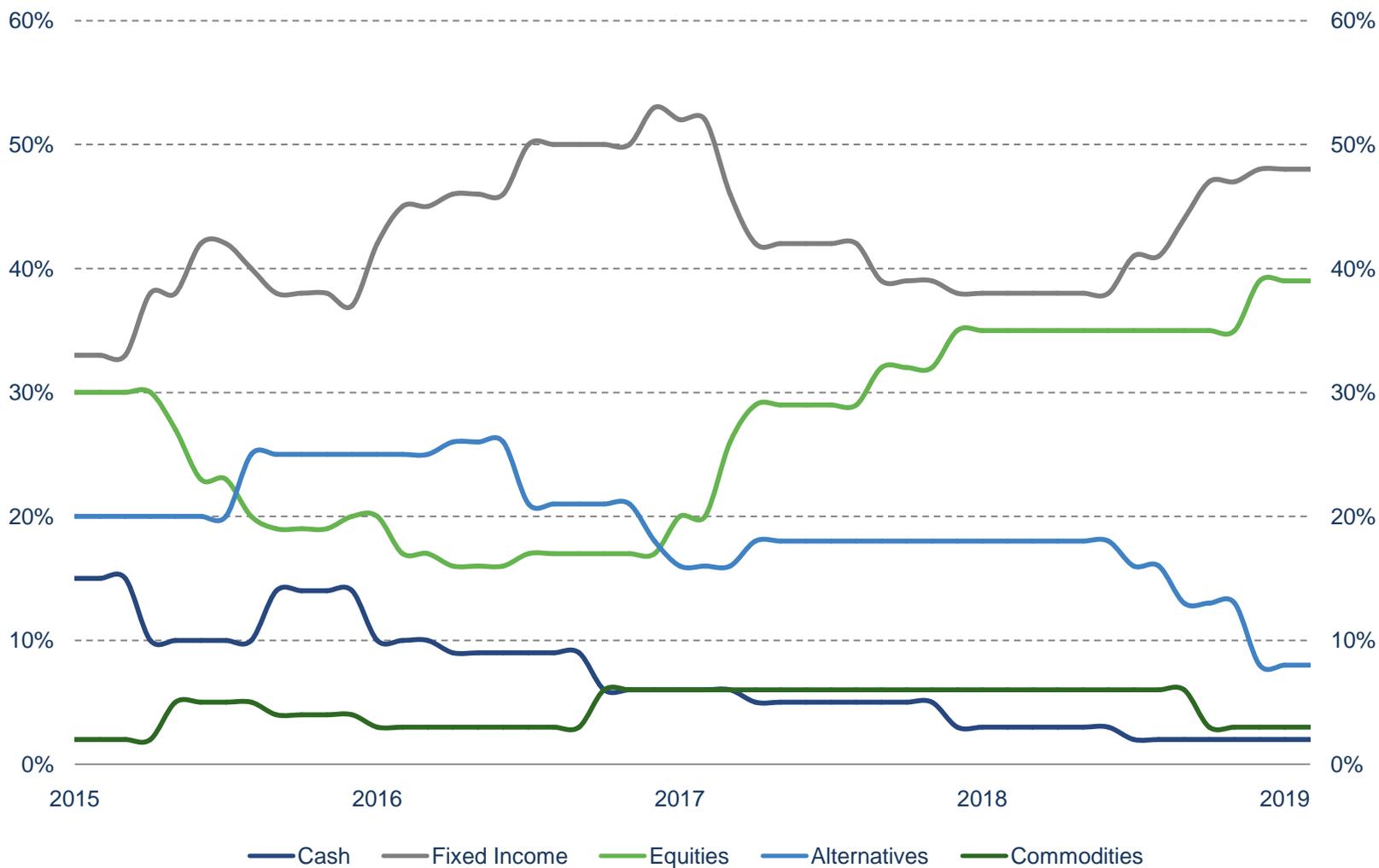


■ USD

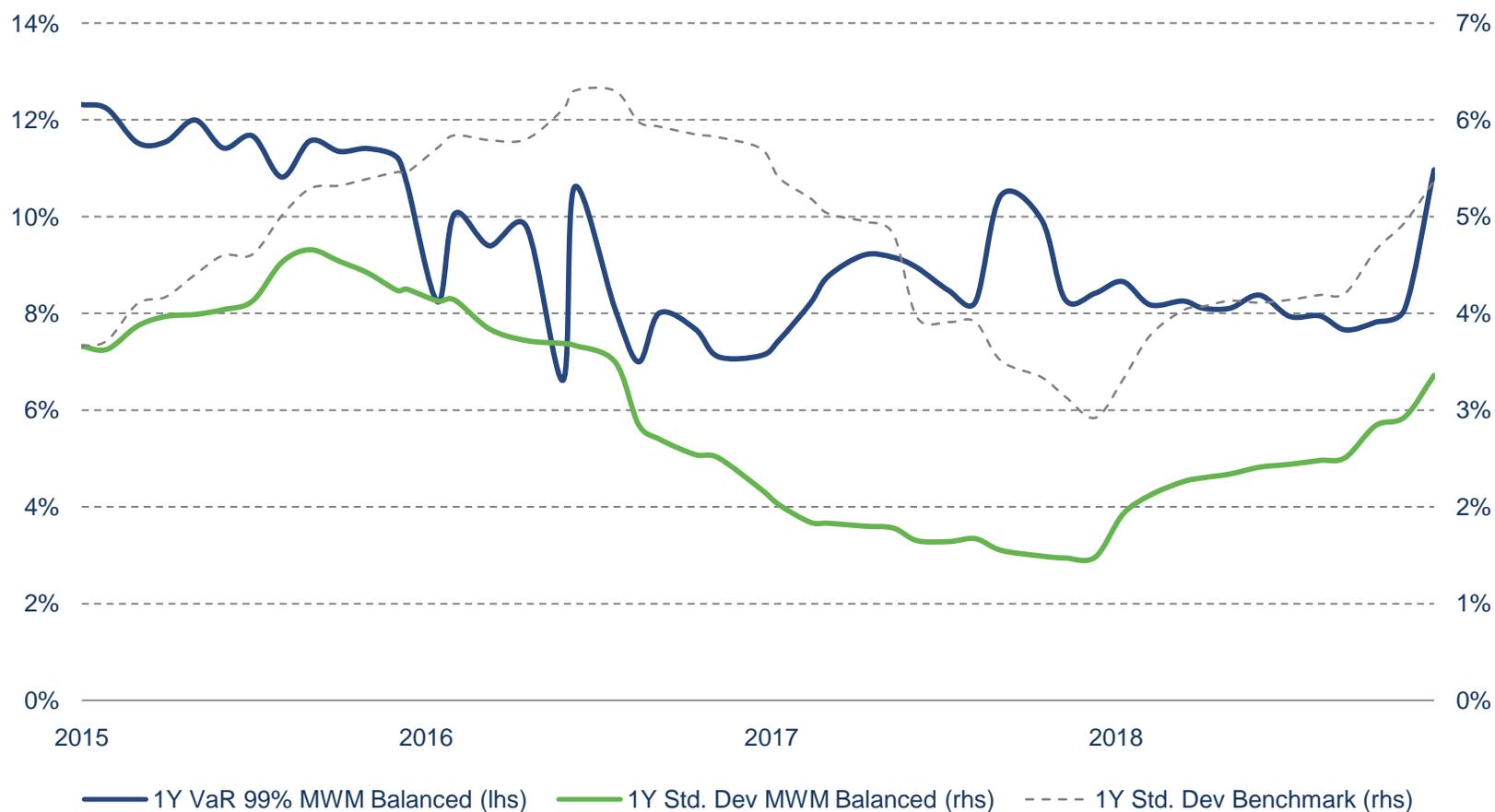


▼ Strategic Asset Allocation

Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos

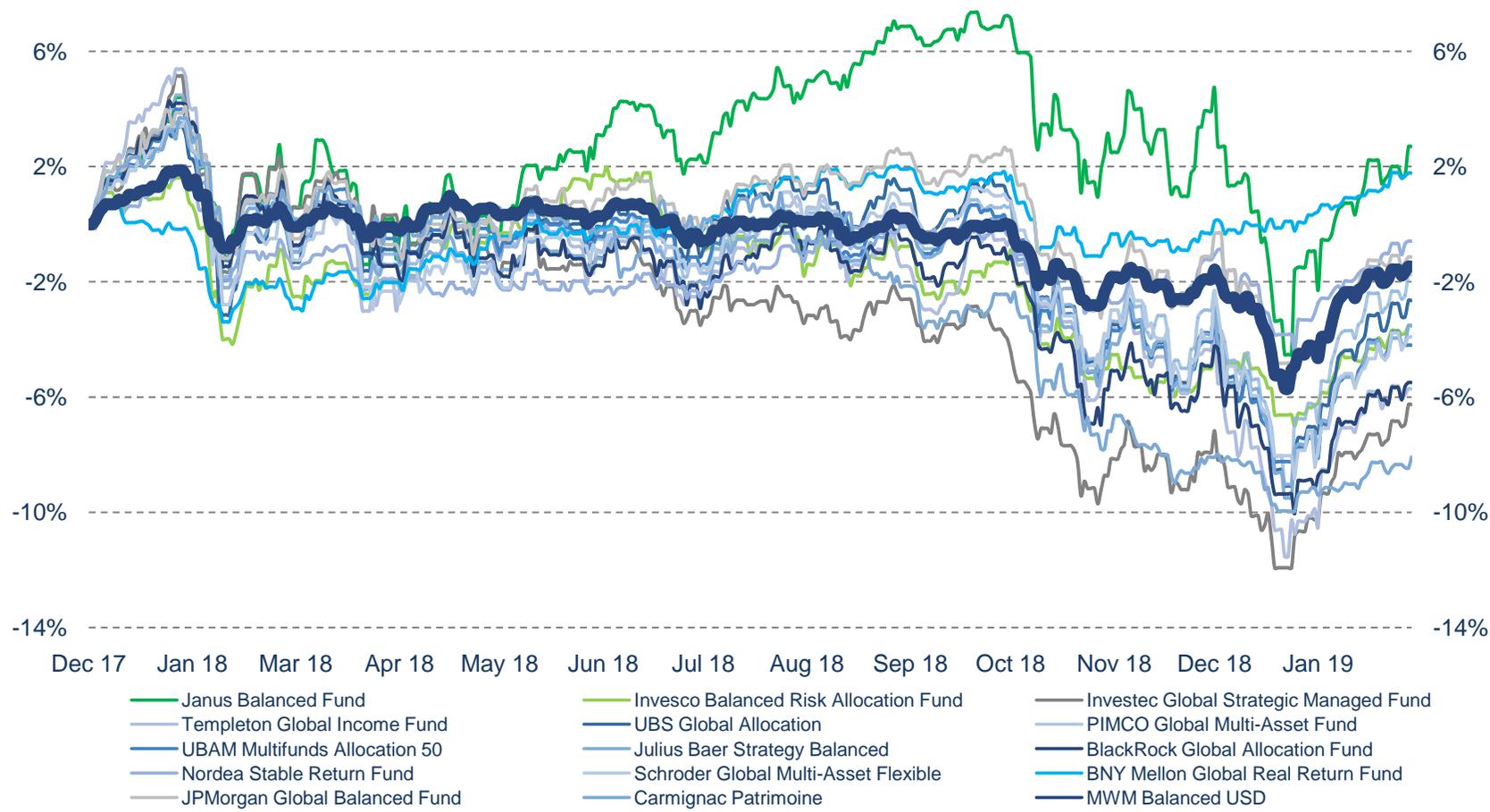


Portafolio Modelo MWM – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 31 de enero de 2019
Fuente: Bloomberg

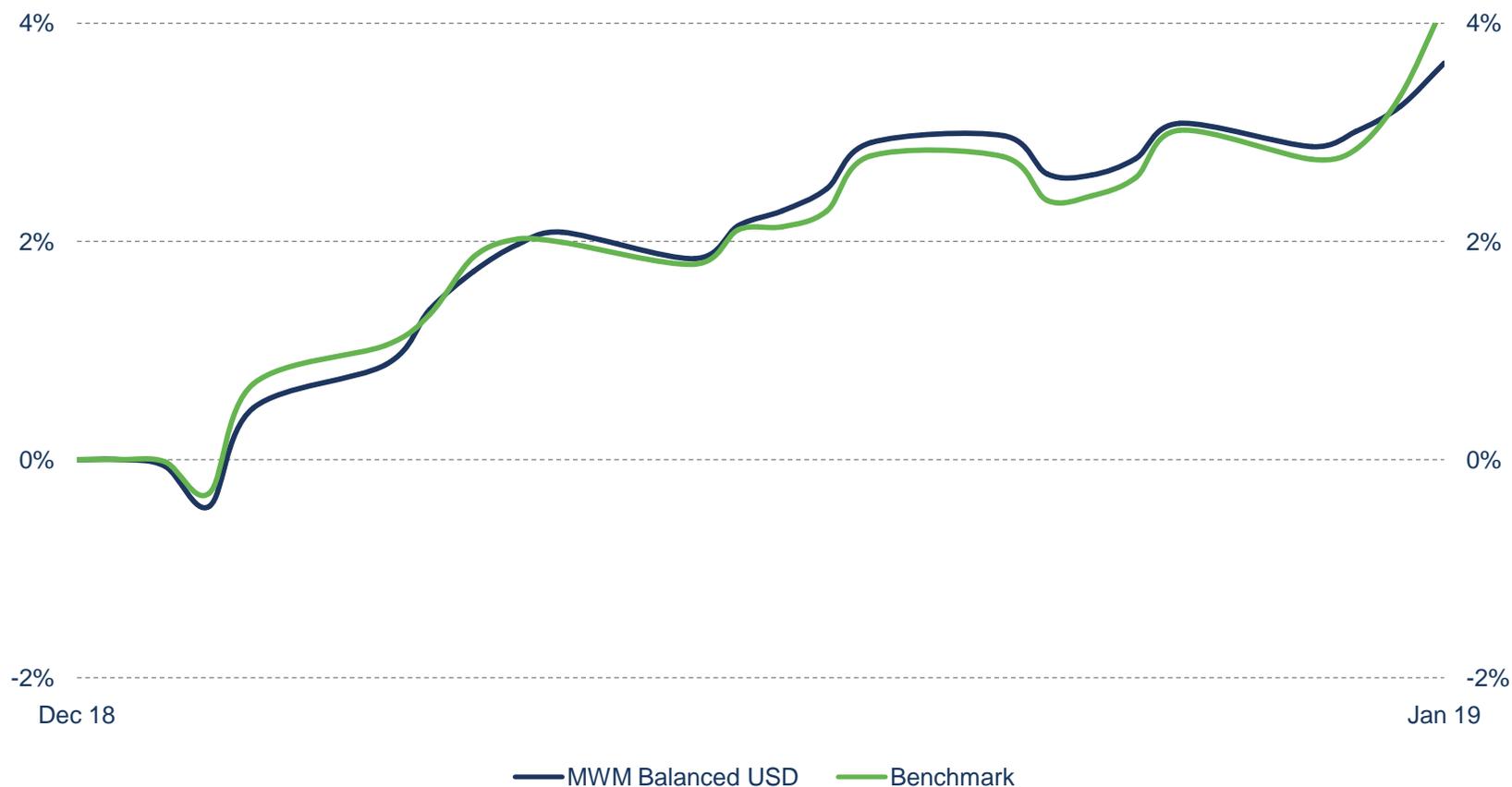
Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta (en el año¹): 11° de 15**
- **Desviación estándar (1 año¹): 1° de 15**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 1° de 15**
- **Sharp Ratio (1 año¹): n/a**

¹ A 31 de enero de 2019
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año

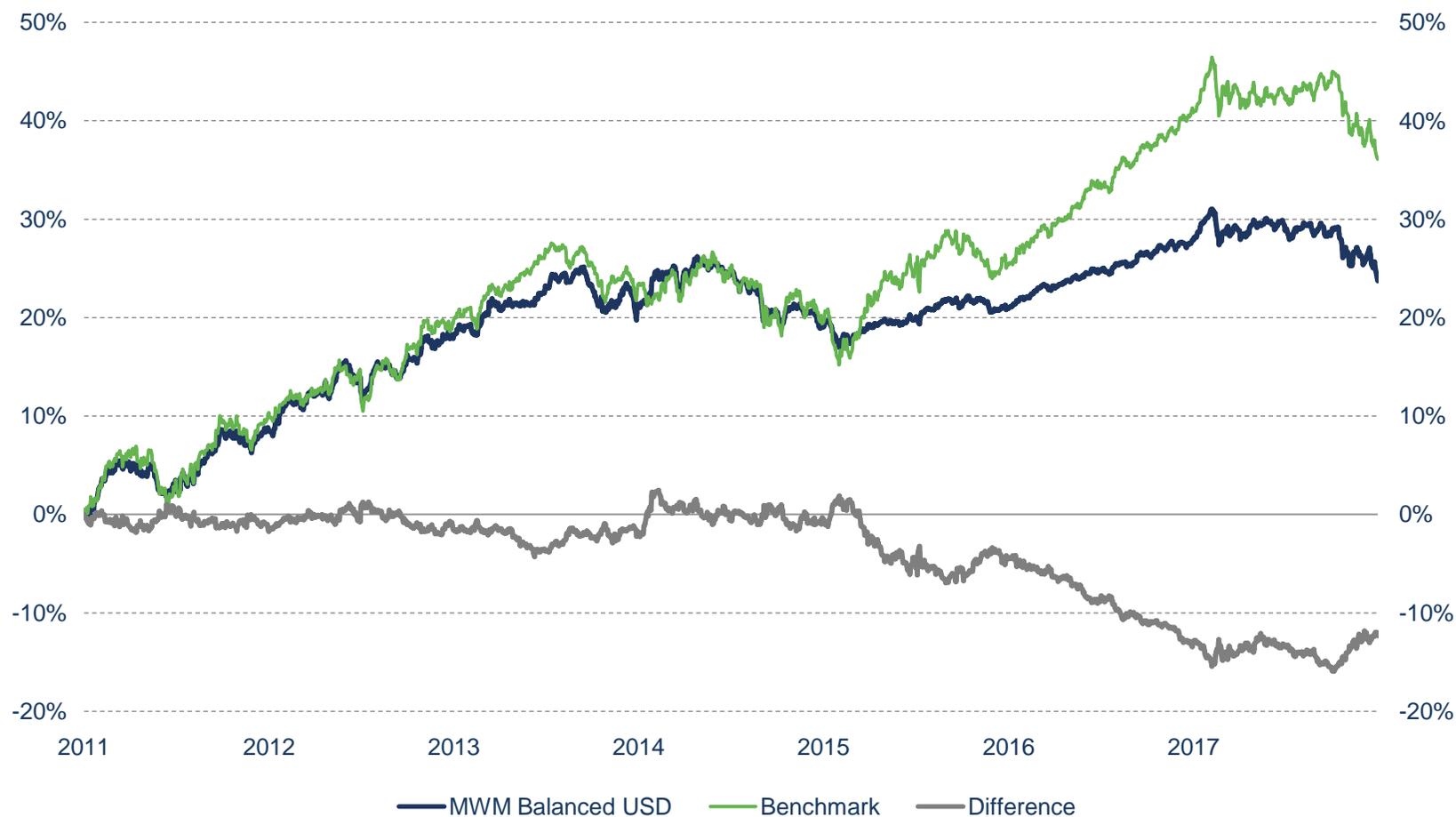


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **3.19%** vs. **3.33%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **4.74%** vs. **5.18%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **3.26%** vs. **3.36%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **9.08** vs. **8.79** Benchmark²

¹ A 31 de enero de 2019

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)

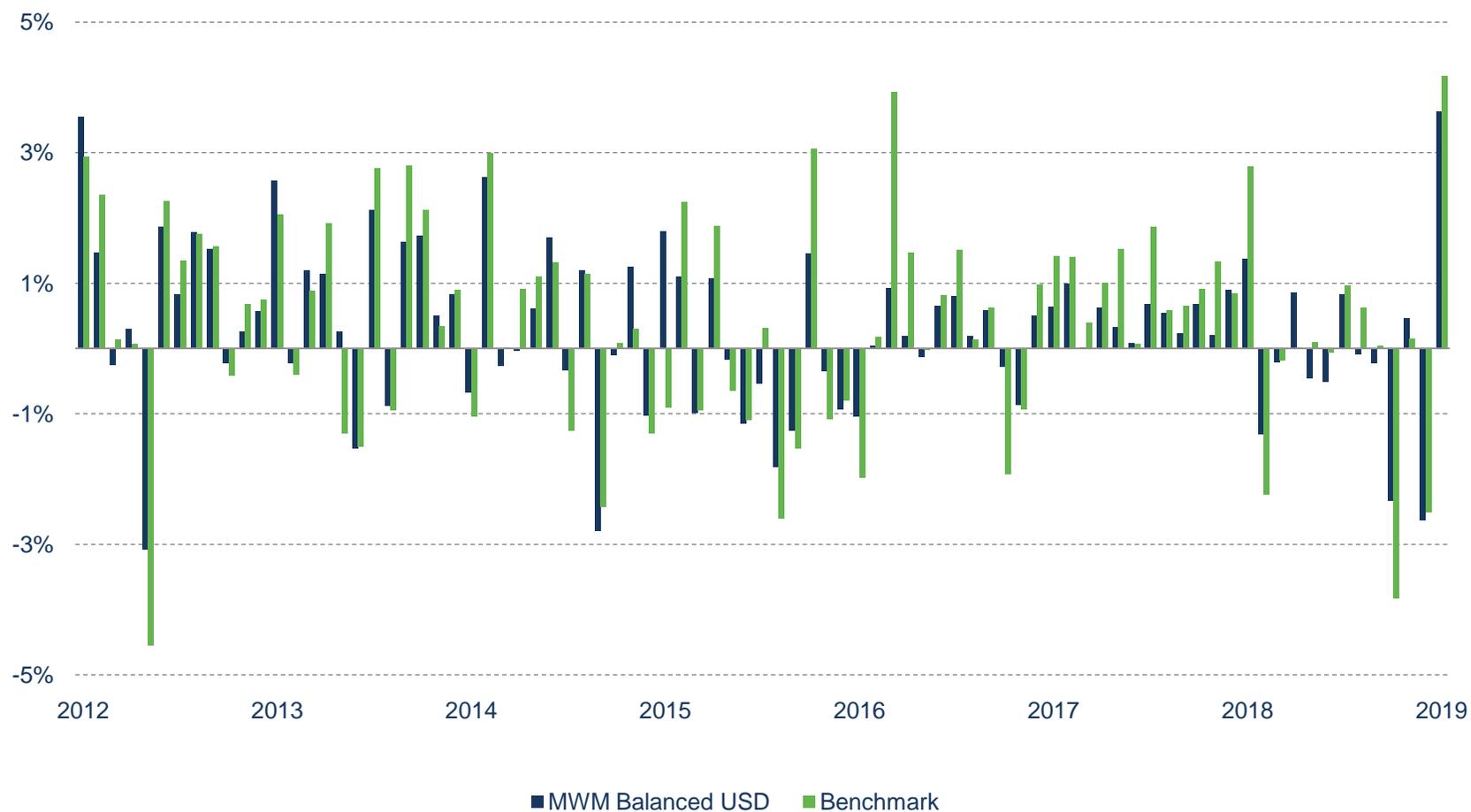


- Rentabilidad absoluta (1 año¹): **-2.44%** vs. **-3.44%** Benchmark²
- Rentabilidad absoluta (3 años¹): **7.58%** vs. **19.09%** Benchmark²
- Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): **27.33%** vs. **39.07%** Benchmark²

¹ A 31 de enero de 2019

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): 3.94% vs. 5.50% Benchmark²**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 2.92% vs. 4.04% Benchmark²**
- **Sharp Ratio (1 año¹): -1.12 vs. -0.97 Benchmark²**
- **Var 95% - 1day (1 año¹): -0.48% vs. -0.60% Benchmark²**

¹ A 31 de enero de 2019

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.