

Política de Inversión

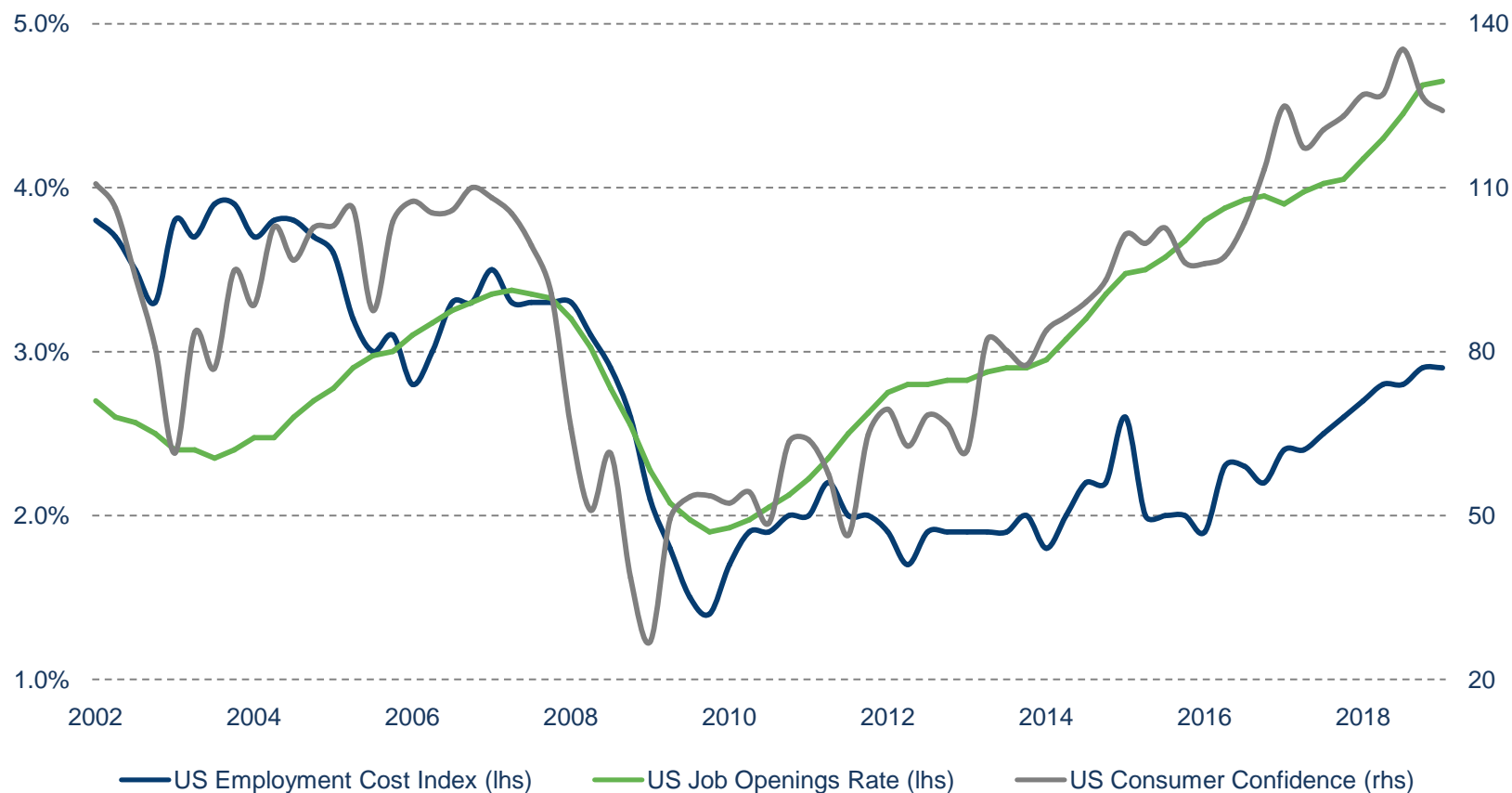
Abril 2019



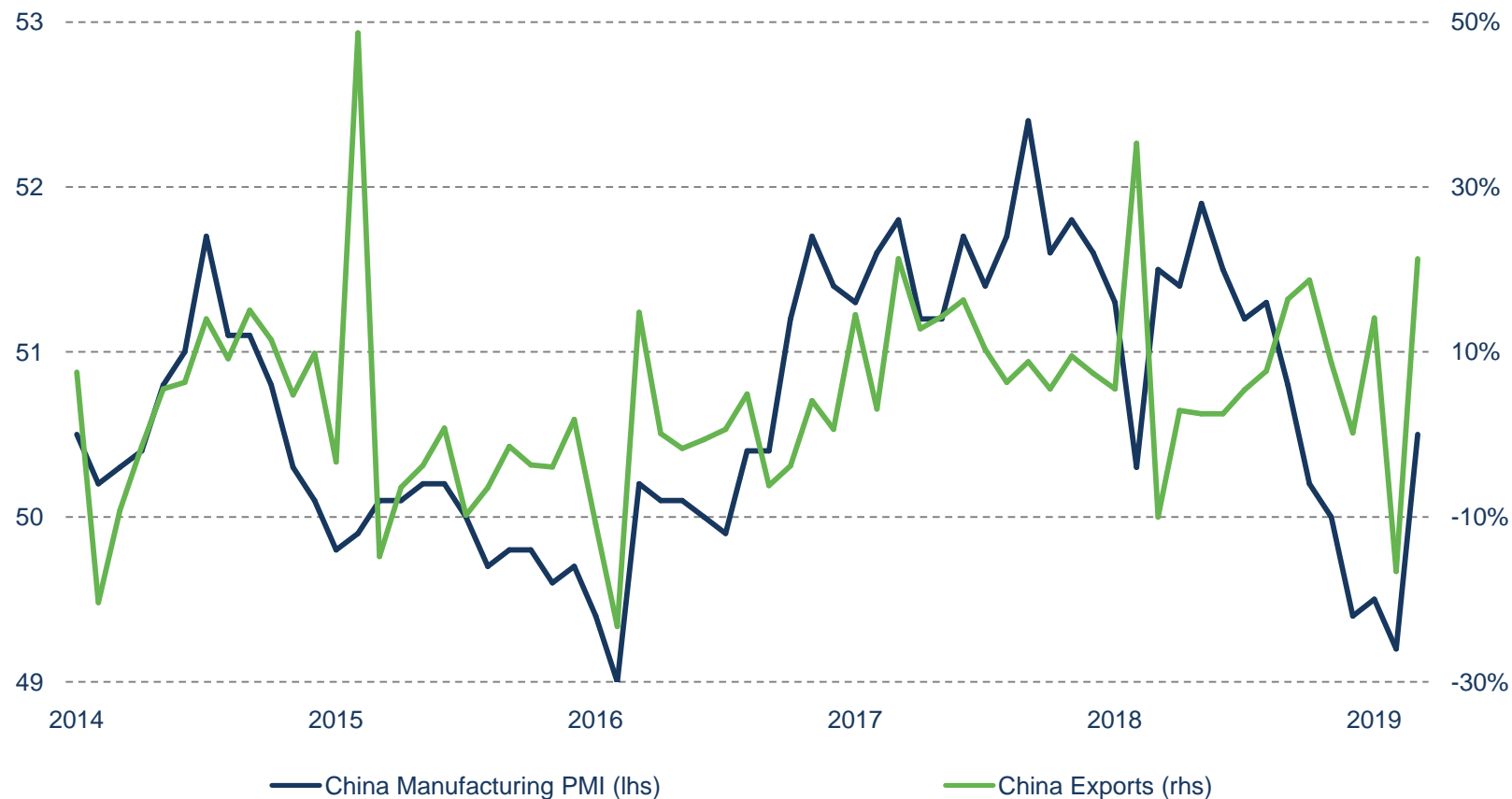
- Los **datos macroeconómicos siguen mostrando signos de un repunte global en la actividad económica**. Esto está respaldado por **dos pilares**: (1) El **consumidor estadounidense** que se ve respaldado por un mercado laboral muy fuerte y aumentos salariales moderados y (2) El renovado **estímulo fiscal y monetario en China**, que está ayudando a estabilizar al sector manufacturero de su economía. **El problema sigue siendo Europa**, y en particular las economías del sector orientadas a la exportación, que podrían verse afectadas negativamente por una sustitución de las importaciones chinas como resultado de un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos
- A pesar de la mejora en los indicadores macro, **las rentabilidades de los bonos han seguido disminuyendo**. Esto puede sugerir que los mercados de bonos no están convencidos acerca de la sostenibilidad de la recuperación. Sin embargo, las tasas de interés llevan disminuyendo a lo largo de de varias décadas, y **los niveles actuales no implican necesariamente que los mercados de bonos estén tasando una recesión**. De hecho, los **diferenciales de crédito se han estrechado** hasta niveles similares a los que prevalecían antes de la corrección
- Los mercados de **renta variable también han recuperado niveles cercanos a sus picos recientes**, pero las ganancias corporativas han aumentado significativamente desde entonces, y las tasas de interés son significativamente más bajas. Esto significa que los **inversores se ven actualmente compensados por una saludable prima de riesgo**. Si no se materializa una desaceleración económica, los bajos tipos de interés junto con una baja inflación, podría hacernos volver al **entorno de "Goldilocks"** de 2017
- Además de los datos macroeconómicos, **la evolución de las ganancias corporativas será determinante en la dirección que tomen los mercados**. El mercado actualmente espera una desaceleración significativa de los beneficios como resultado **del "efecto base" causado por la reforma fiscal en EE.UU.**. Sin embargo, una fuerte disminución en las ganancias puede actuar como un punto de inflexión
- **El apalancamiento financiero pesará sobre los beneficios** de las compañías estadounidenses, pero **un dólar más débil podría beneficiarlas**. Actualmente vemos una **perspectiva muy asimétrica para el dólar**, ya que tanto los diferenciales de tipos de interés como los de crecimiento se estabilizarán en los niveles actuales, y que cualquier sorpresa positiva de crecimiento fuera de los EE. UU. pesará sobre el dólar

	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, pero consideramos que los rendimientos actuales en los plazos largos no son atractivos, por lo que preferimos vencimientos más cortos
	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 la prima temporal para compensar el riesgo de tasa de interés
	Soberanos EU	-	La deuda de alta calidad crediticia en euros presenta una combinación muy poco atractiva de riesgo/ rentabilidad, dado que los rendimientos actuales ofrecen muy poco colchón para amortiguar un posible aumento de los tipos de interés
	Crédito EU	=	En el crédito europeo sólo 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, y el aumento de los beneficios las valoraciones de renta variable americana han mejorado. 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, Frontier Markets y Brasil
	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 últimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos, aportando cierta liquidez

Un consumo robusto sustenta la economía de EE.UU.

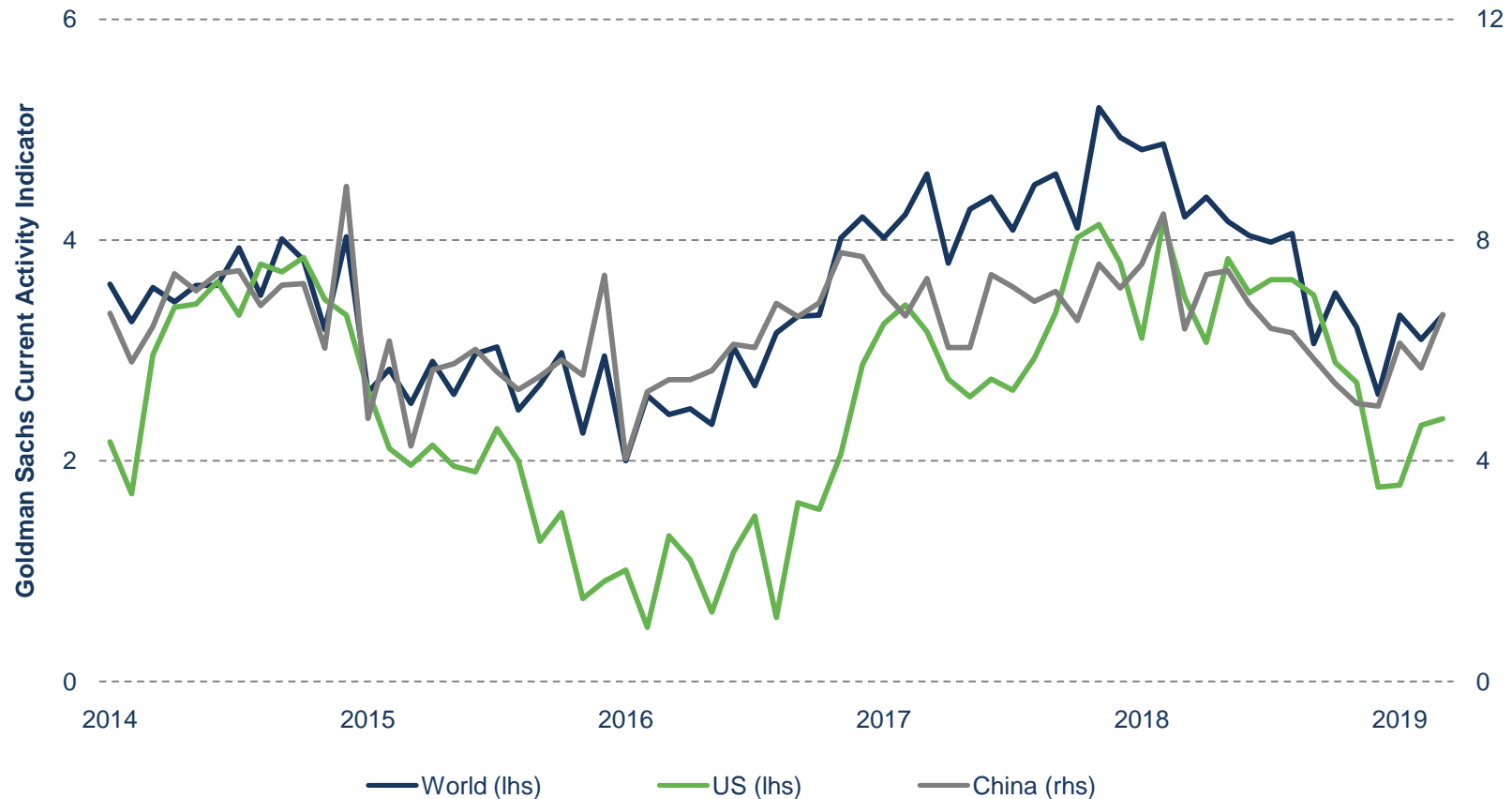


- El mercado laboral va de fortaleza en fortaleza, sin mostrar signos de debilidad, brindando confianza al consumidor de EE. UU., El pilar principal de la economía de EE. UU.
- Esta estrechez en la oferta laboral **no se traduce en una aceleración salarial significativa**, lo que podría interpretarse como si los empleados hubieran "adaptado sus expectativas", como consecuencia de los cambios en la empleabilidad acarreados por la globalización y la digitalización



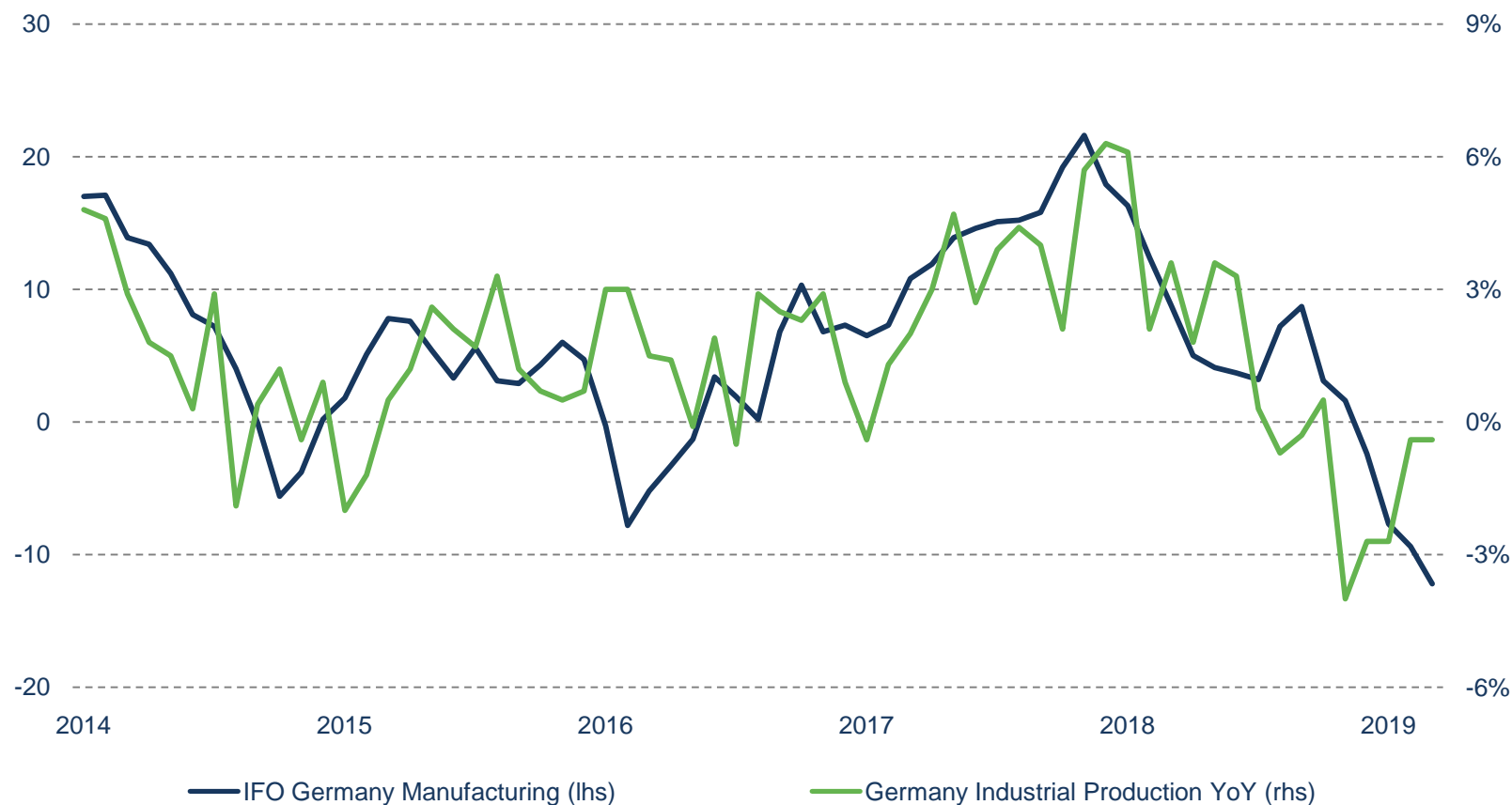
- Los **estímulos monetarios y fiscales** en China han **comenzado a dar sus frutos**, ya que las manufacturas y las exportaciones rebotaron desde sus mínimos a fines de 2018
- El lado menos positivo de esta recuperación es que **no aborda los desequilibrios de la economía china**, aunque el cambio en **el impulso también se ha sentido en el sector no manufacturero**

¿De vuelta al crecimiento global sincronizado?



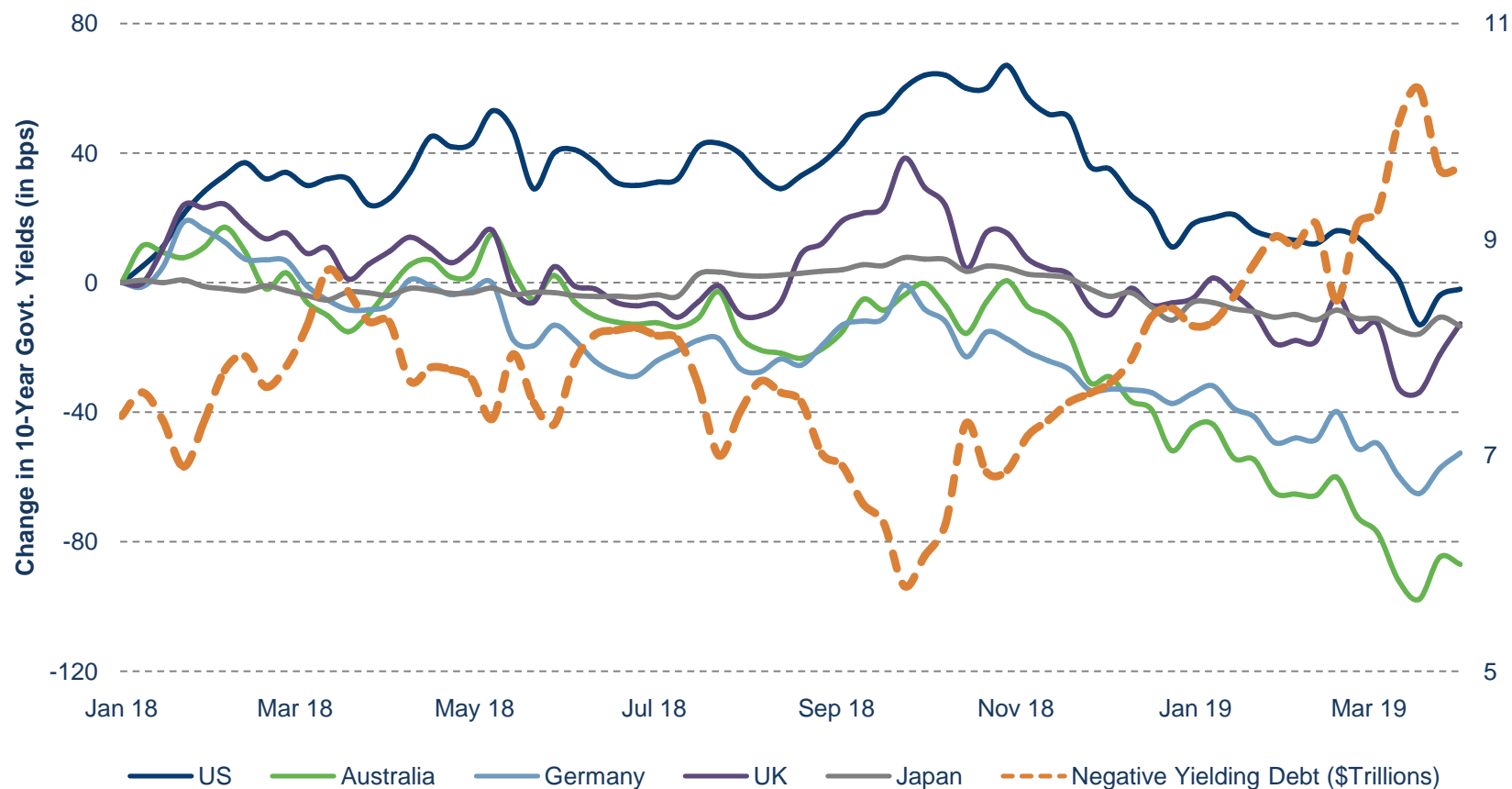
- Los **indicadores de actividad** actual muestran lo que creemos puede ser un **punto de inflexión**, que vendría a ser el tercero en el ciclo actual, después de las desaceleraciones de 2011-12 y 2015-16
- Puede que no pase mucho tiempo antes de que comencemos a oír hablar de nuevo sobre el **crecimiento global sincronizado**; y con la inflación contenida, el **retorno del período de “Goldilocks”** experimentado en 2017

Europa sigue siendo el "talón de Aquiles"



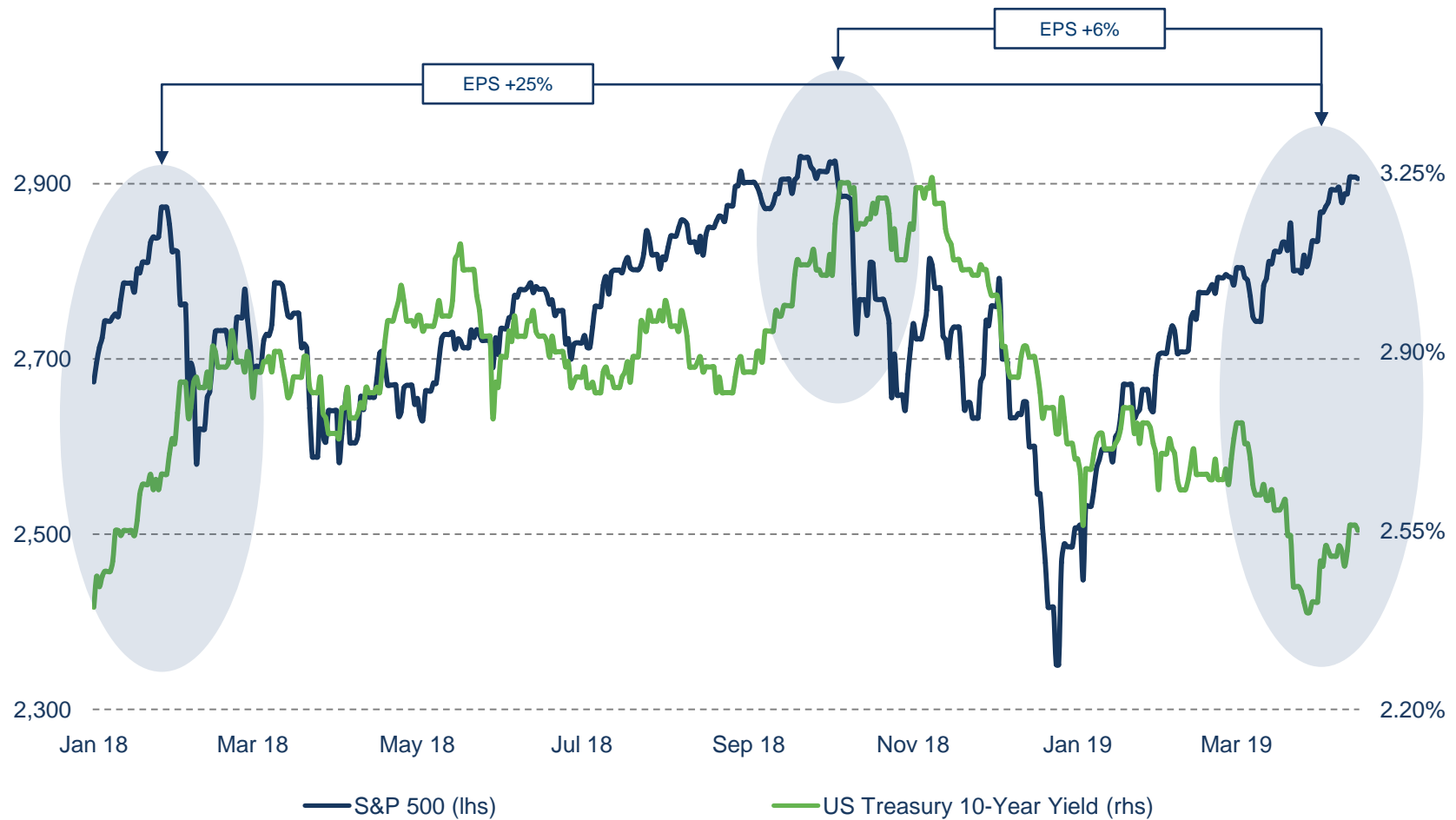
- **Europa**, que ha substituido a Japón como el hombre enfermo del planeta, sigue siendo el **punto más débil de la economía mundial**
- **Alemania es particularmente vulnerable** a la resolución de la guerra comercial, ya que parte de ésta última puede implicar una **sustitución de las importaciones chinas** de Europa, por productos americanos

Los mercados de bonos siguen sin estar convencidos

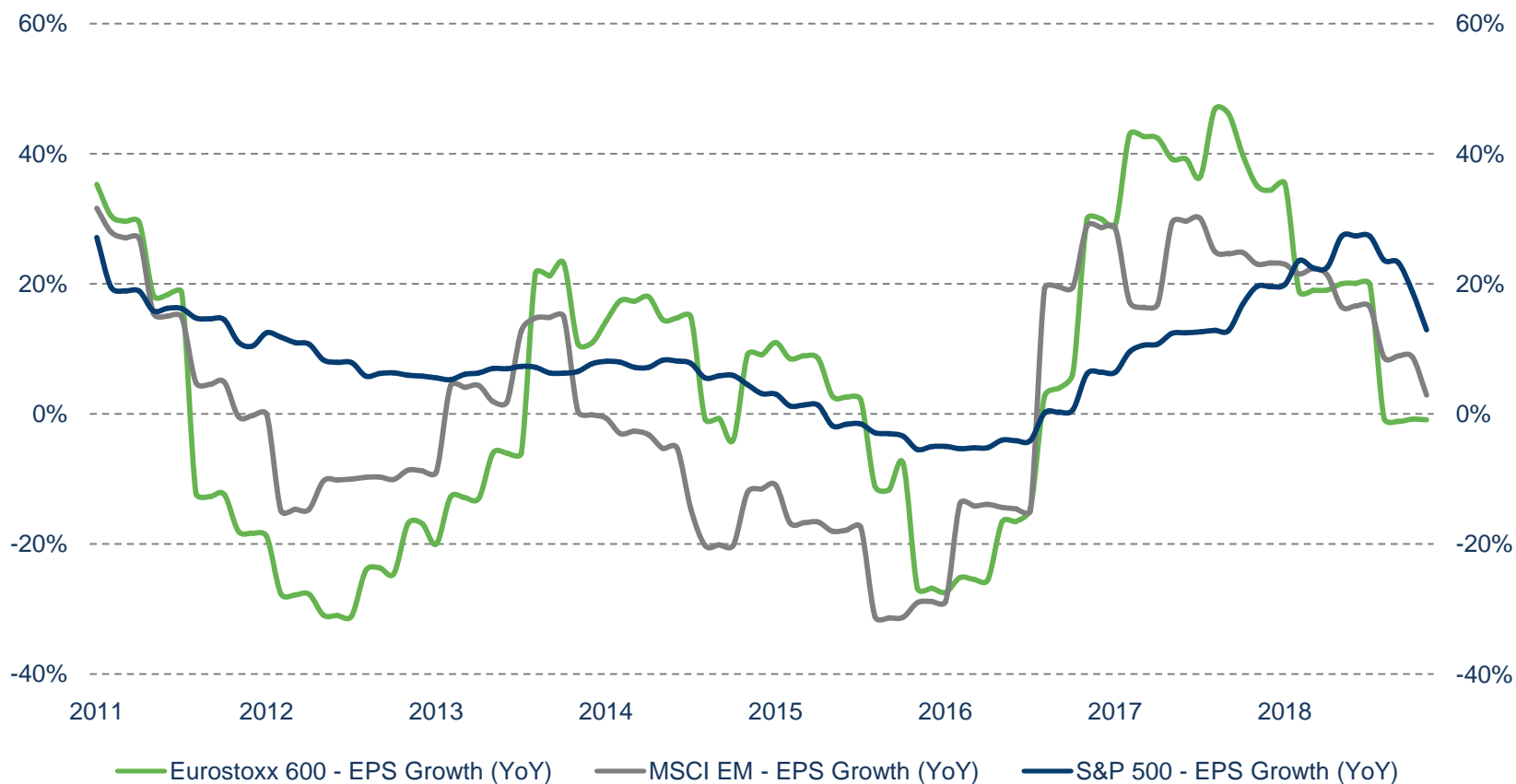


- A pesar de la mejora en los indicadores macroeconómicos, **las rentabilidades de los bonos han seguido disminuyendo**, con una gran parte del mercado de nuevo ofreciendo rendimientos negativos
- Una interpretación es que los mercados de bonos descuentan una **alta probabilidad de recesión** en los próximos años. Sin embargo, esto **no se refleja en los diferenciales de crédito**, que se han estrechado hasta niveles similares a los prevalecientes antes de la corrección

¿Dónde está el problema: acciones o bonos?

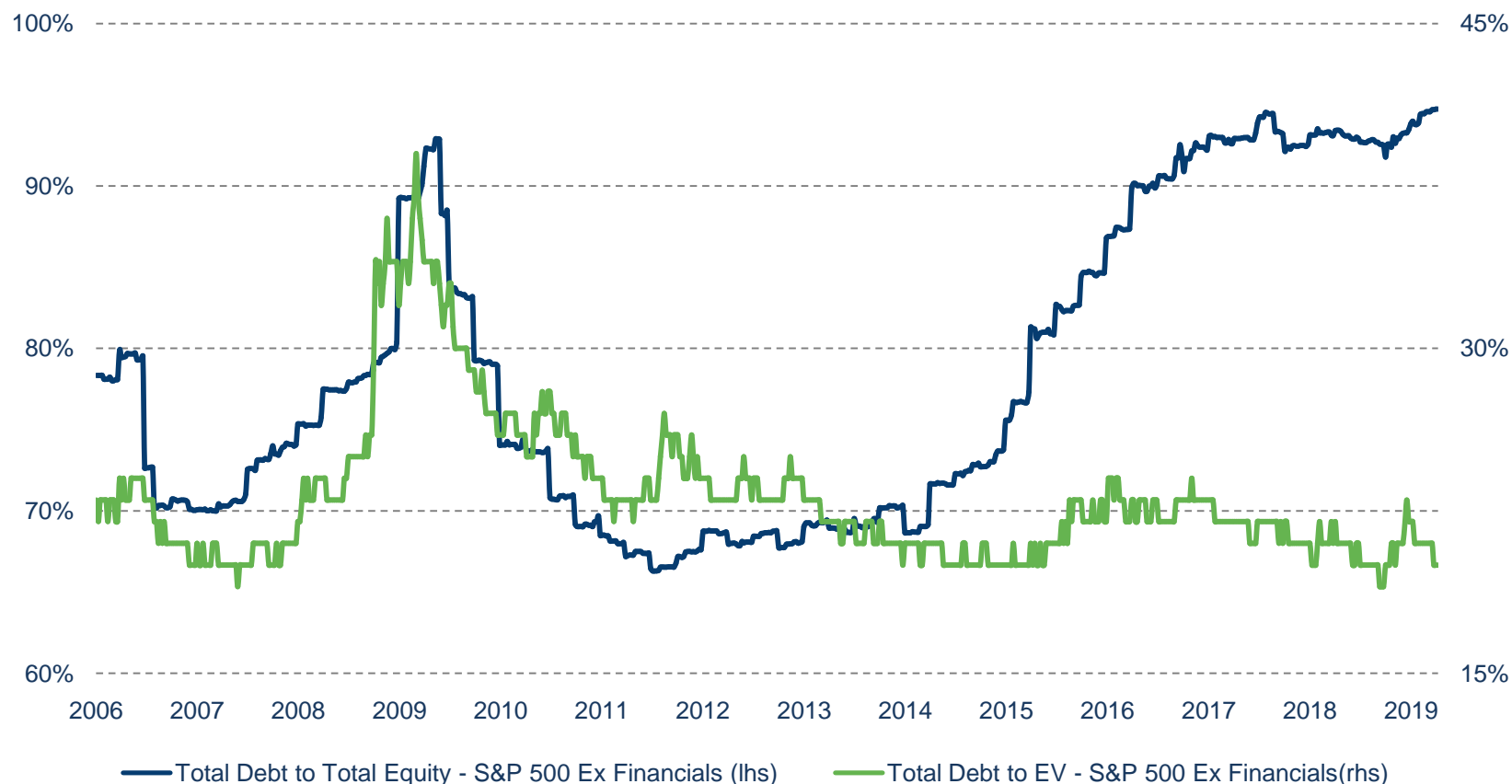


- Teniendo en cuenta que las ganancias corporativas crecieron a un promedio del +6% durante el último trimestre de 2018, y que los rendimientos del Tesoro de EE.UU. disminuyeron 70 bps durante el mismo período, **los múltiplos actuales ofrecen margen para una mayor expansión**
- La temporada de **publicación de resultados** que comienza ahora, proporcionará a los inversores más pistas sobre si las valoraciones actuales son baratas o caras

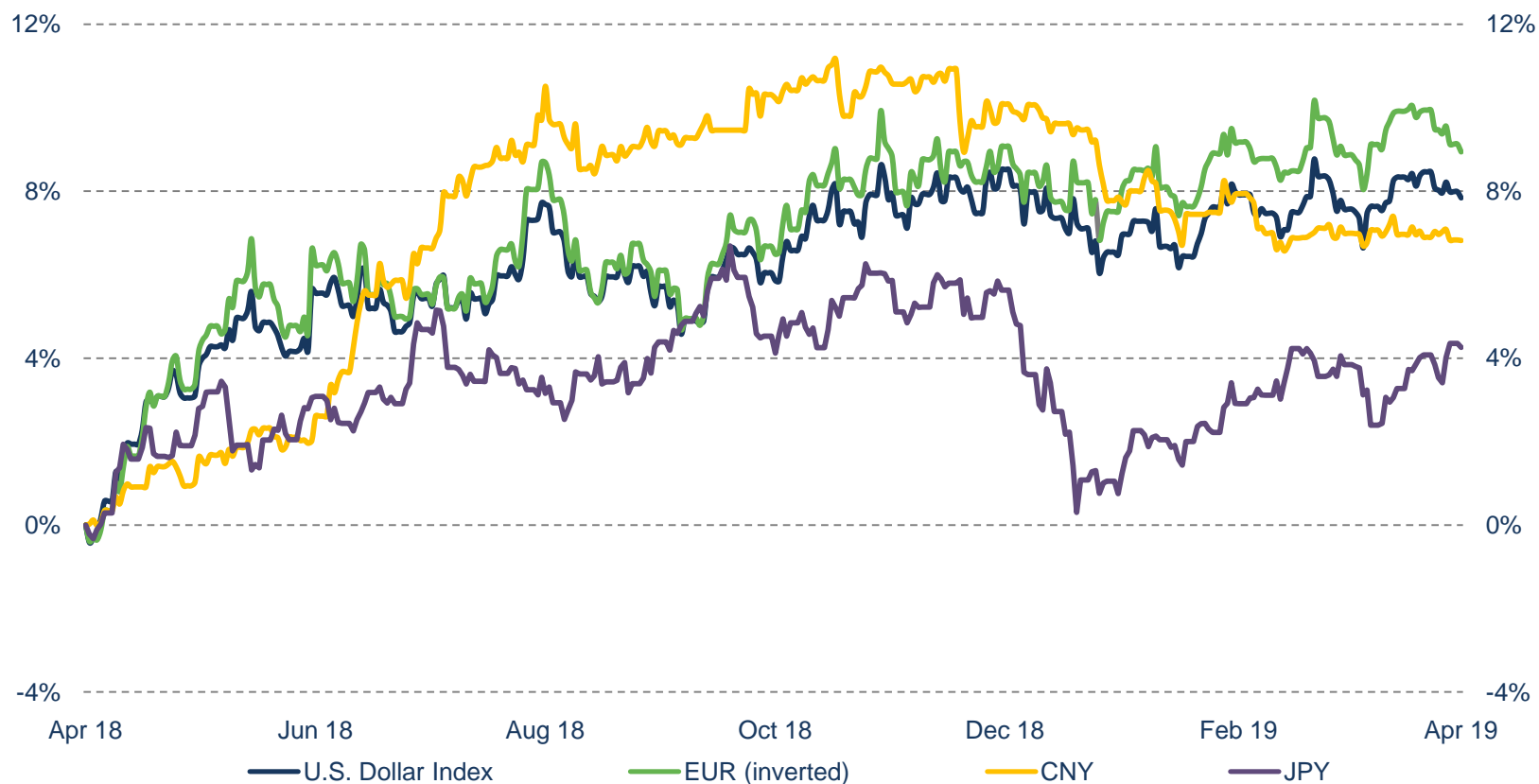


- Las **estimaciones promedio de los analistas** para el primer trimestre apuntan a un aumento de beneficios de alrededor del **9% (YoY)** para el S&P 500. Si las ganancias decepcionan por poco margen, el mercado probablemente lo digiera bien, debido al **efecto base provocado por la reforma fiscal**
- En aquellas otras partes del mundo donde las ganancias comenzaron a disminuir antes, cualquier decepción puede hacer que aumente la actual **brecha de valoración** con los Estados Unidos

Las recompras de acciones tienen un límite



- Otro factor que influirá en el crecimiento de beneficios es que, durante los últimos años, **las empresas han apalancado sus balances para financiar recompras de acciones y pagar dividendos**
- Aunque **no estamos preocupados por los niveles de deuda en el sector corporativo**, ya que las compañías simplemente han optimizado sus balances, ajustándolos a un entorno de tasas de interés más bajas, **la expansión del apalancamiento no puede continuar por siempre**



- La constante apreciación del dólar estadounidense en el último año probablemente no durará, ya que **los diferenciales de crecimiento y tasa de interés se estabilizarán en los niveles actuales**. Esto afectará positivamente a las ganancias corporativas de las acciones americanas
- Si se confirmase el regreso a un entorno de **crecimiento global sincronizado**, esto haría que las principales monedas, en particular el euro, se **apreciasen frente al dólar estadounidense**

	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 mantiene los tipos de interés, o los incrementa sólo marginalmente 	<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 un mejor comportamiento de las acciones de crecimiento frente a las de valor Los diferenciales de crédito se mantienen estables a medida que el ciclo de crédito se alarga Los bonos soberanos y de alta calidad ofrecen un buen retorno con riesgo limitado El dólar se mantiene fuerte debido a un diferencial de tipos positivo, pero el alza es limitada Los precios de las materias aumentan moderadamente 	<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%	40%	25%

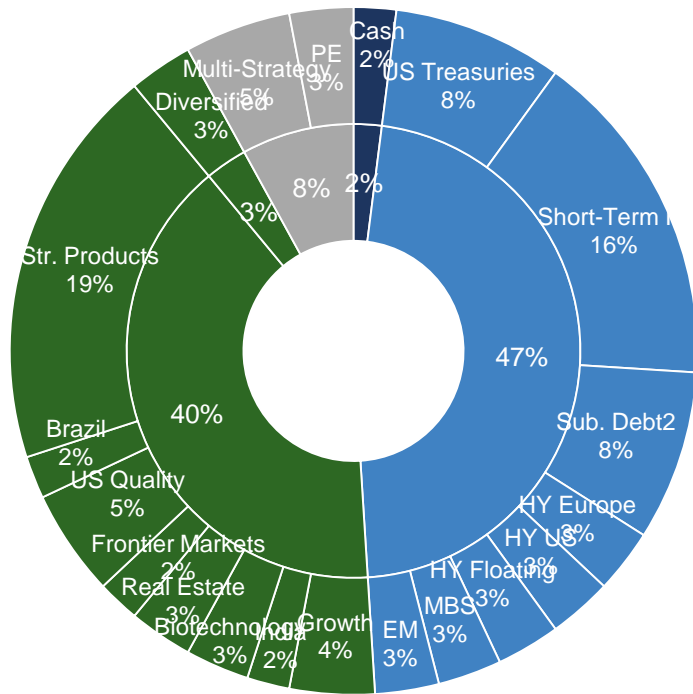
Catalizadores a corto plazo

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

Otros riesgos

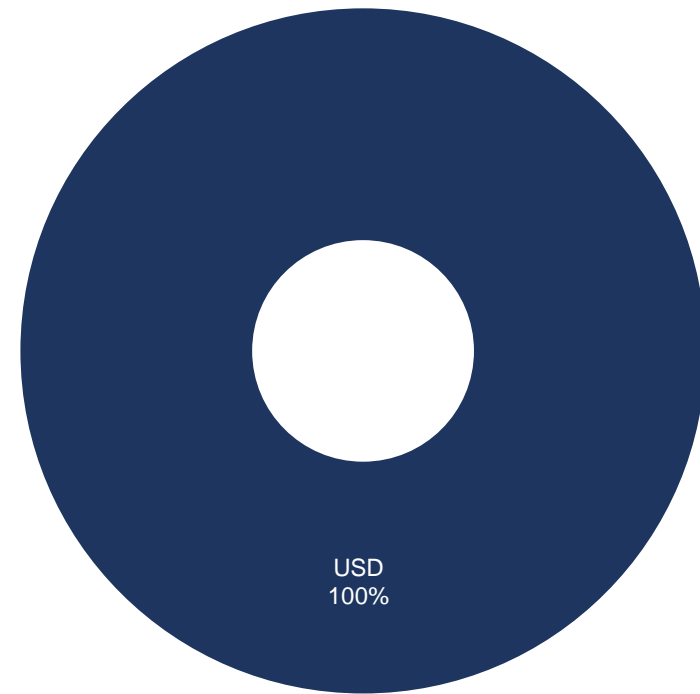
Guerra comercial, proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo

Asignación activos

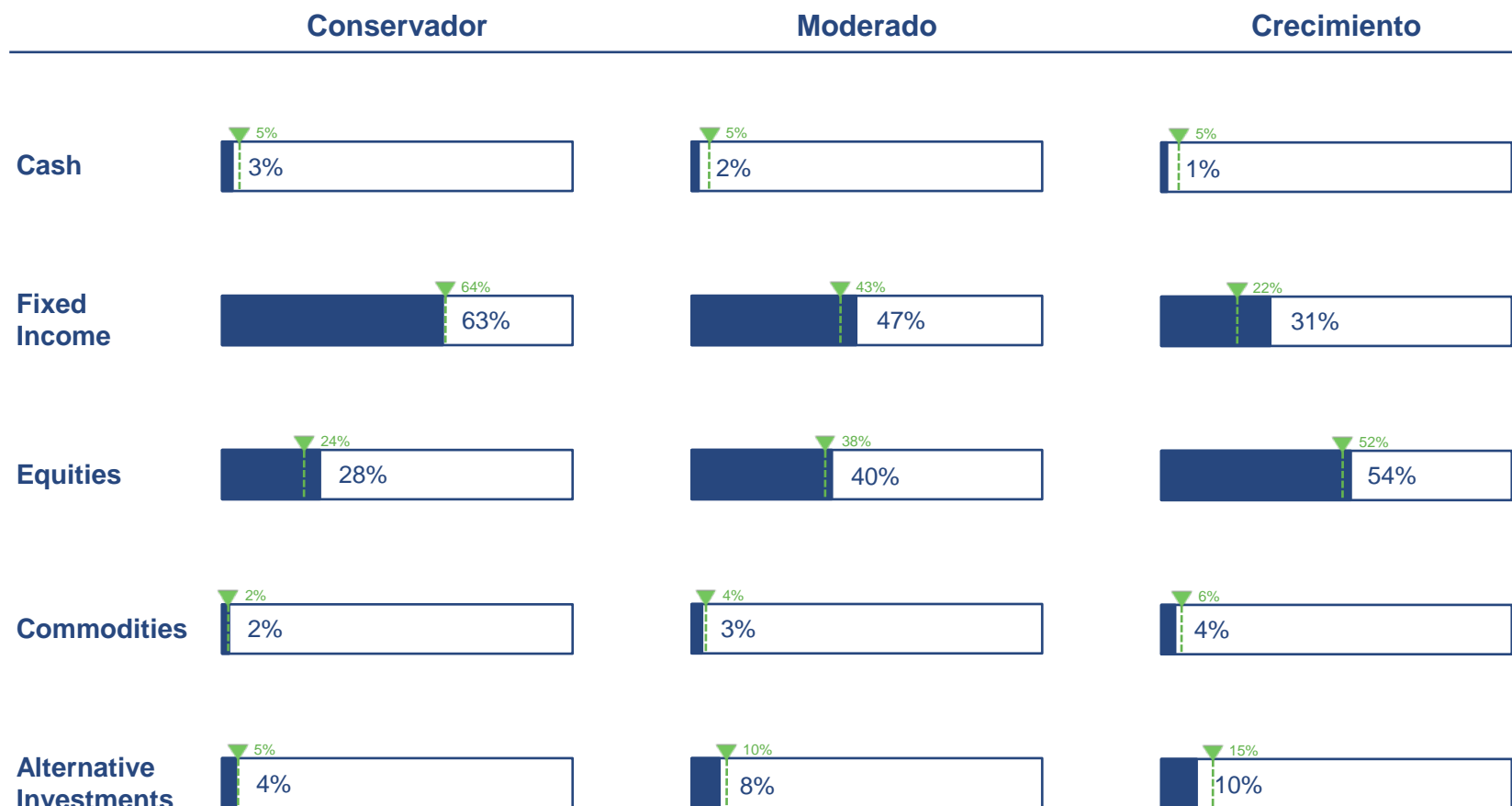


■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Commodities
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas

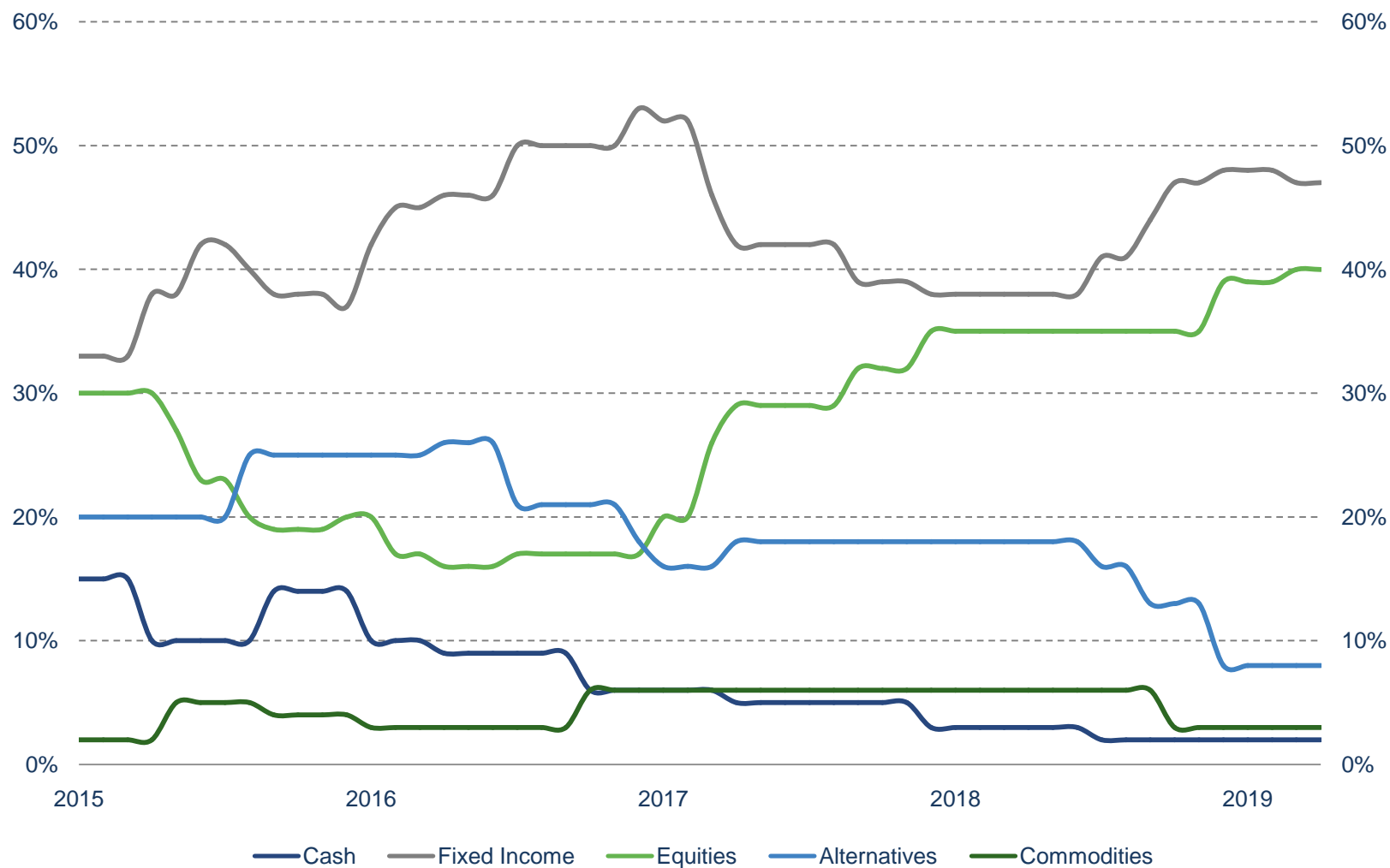


■ USD

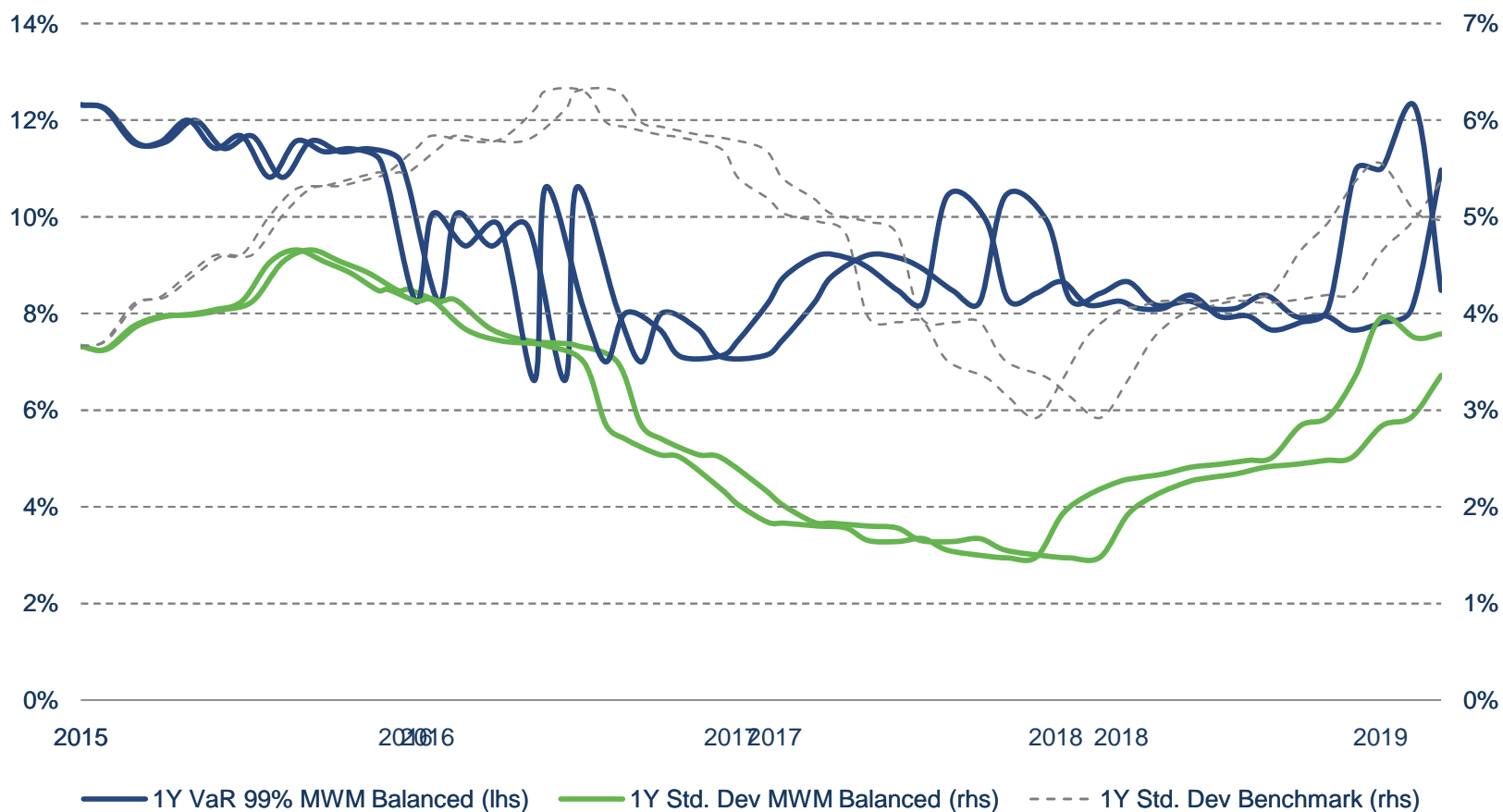


▼ Strategic Asset Allocation

Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos

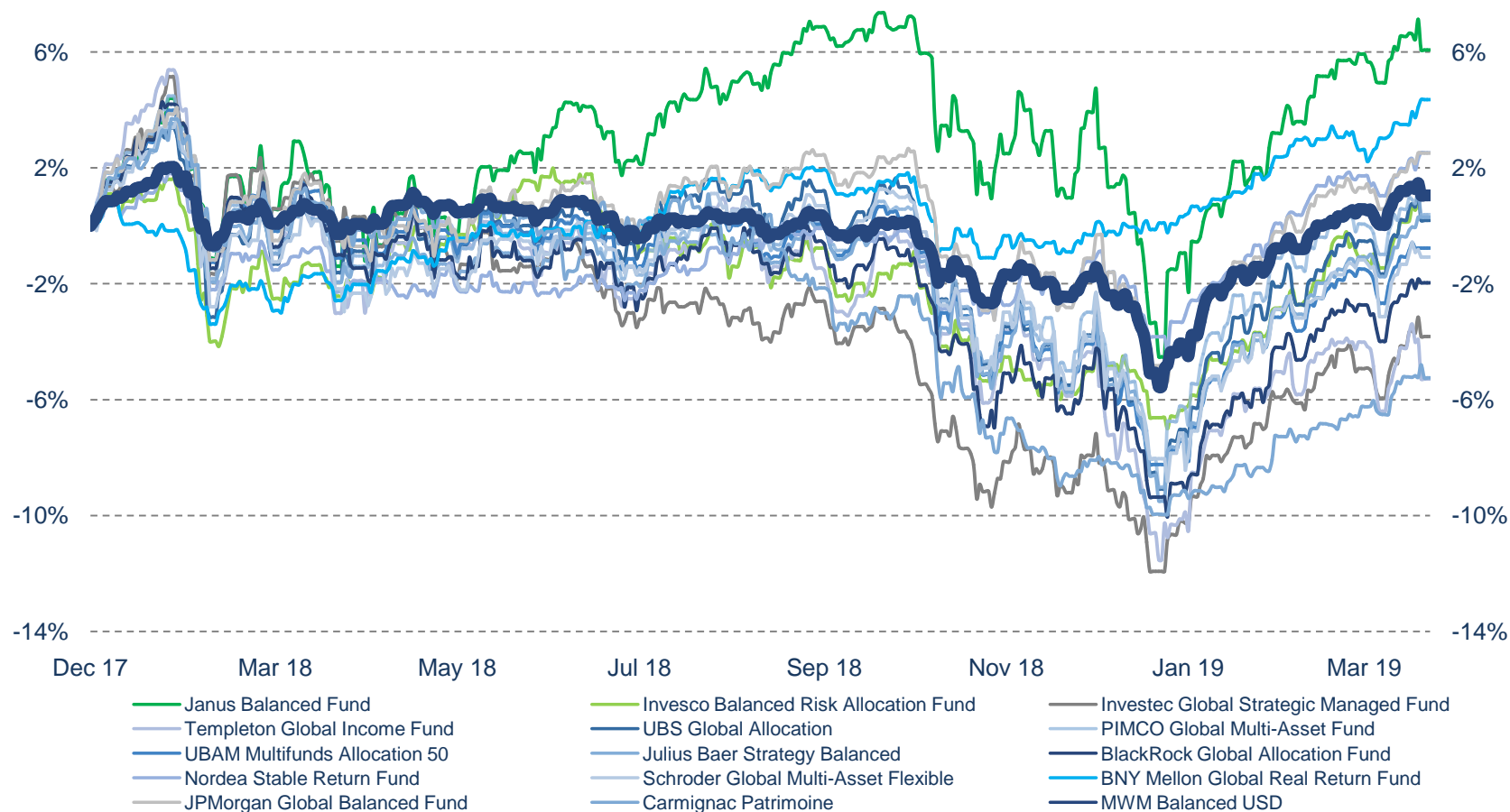


Portafolio Modelo MWM – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 8 de abril 2019
Fuente: Bloomberg

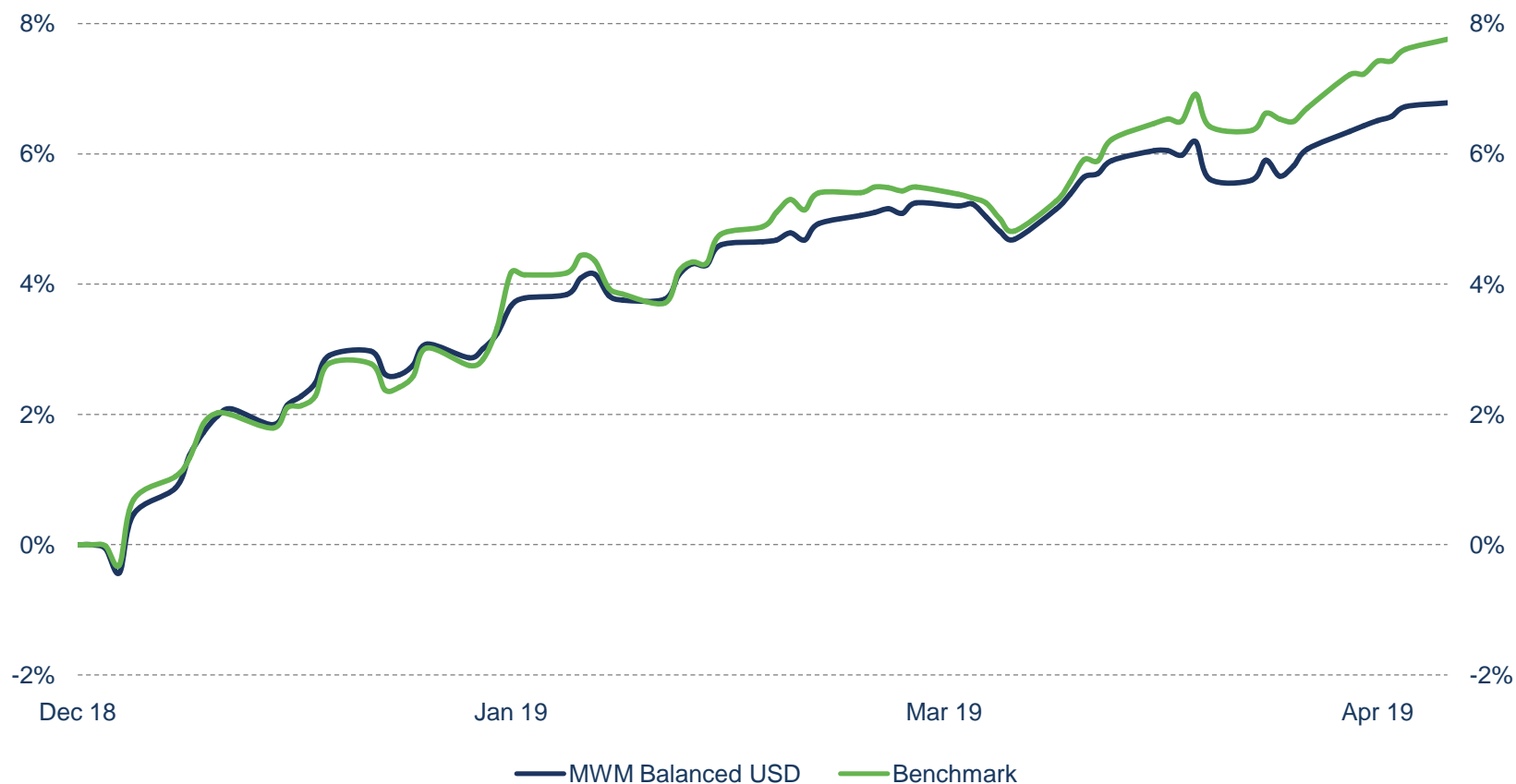
Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta (en el año¹): 12° 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 marzo de 2019
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año

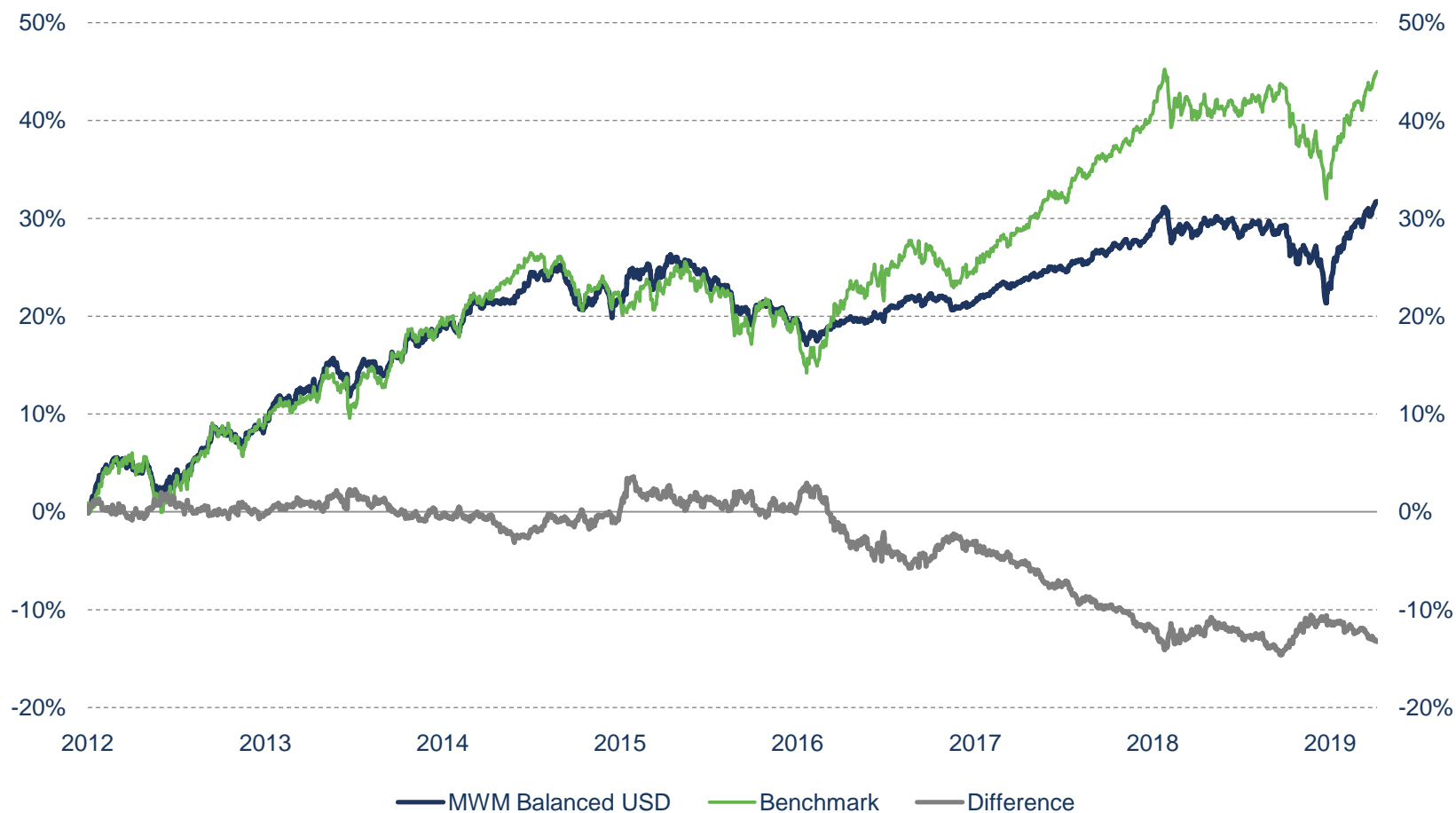


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **6.77%** vs. **7.76%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **3.64%** vs. **4.26%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **2.56%** vs. **2.76%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **6.96** vs. **7.00** Benchmark²

¹ A 8 de abril 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)

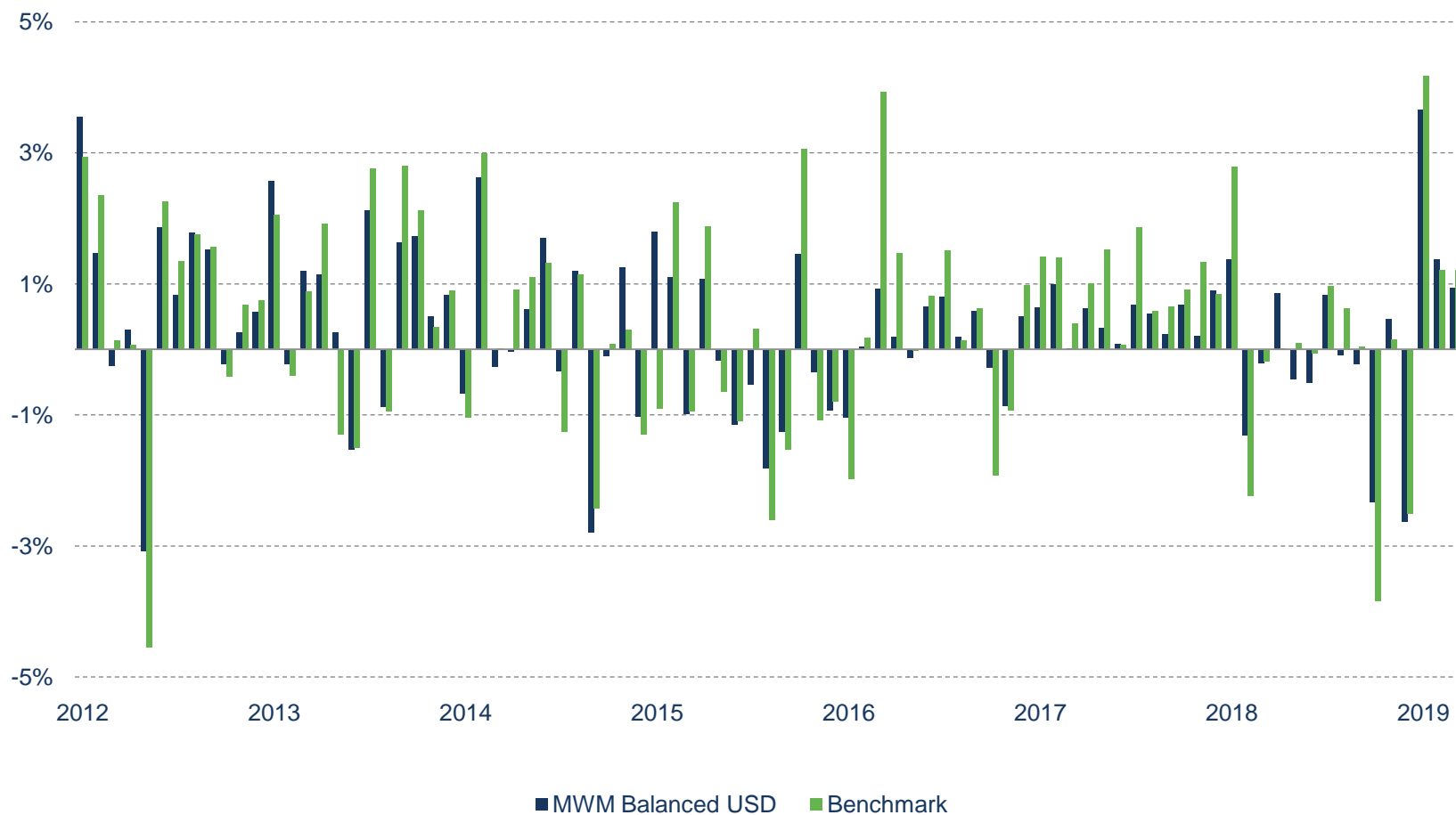


- **Rentabilidad absoluta (1 año¹): 2.46% vs. 3.34% Benchmark²**
- **Rentabilidad absoluta (3 años¹): 10.22% vs. 19.22% Benchmark²**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): 31.69% vs. 45.00% Benchmark²**

¹ A 8 de abril 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): 3.79% vs. 4.96% Benchmark²**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 2.79% vs. 3.55% Benchmark²**
- **Sharp Ratio (1 año¹): 0.09 vs. 0.26 Benchmark²**
- **Var 95% - 1day (1 año¹): -0.41% vs. -0.50% Benchmark²**

¹ A 8 de abril 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.