

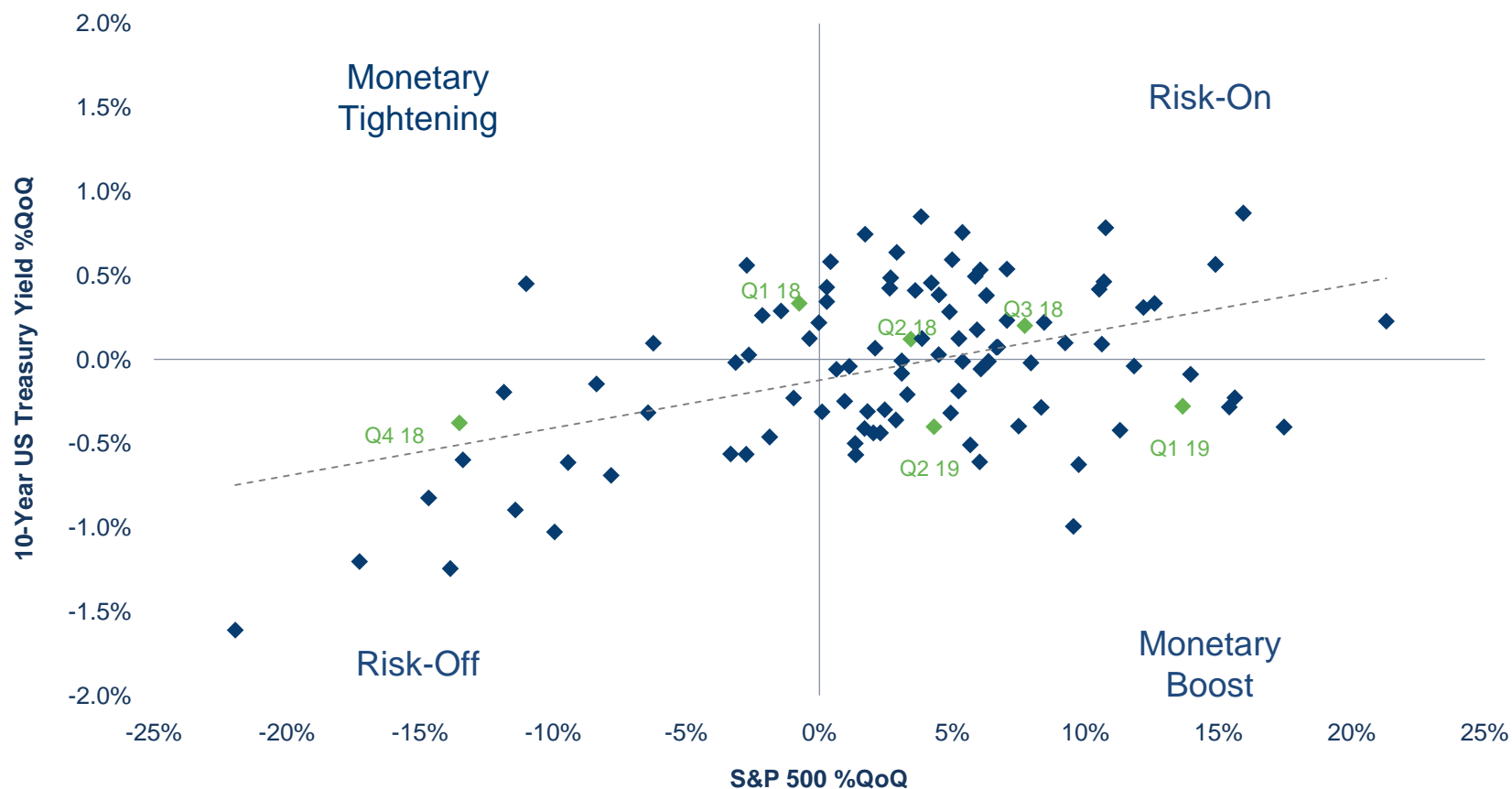
Política de Inversión

Julio 2019

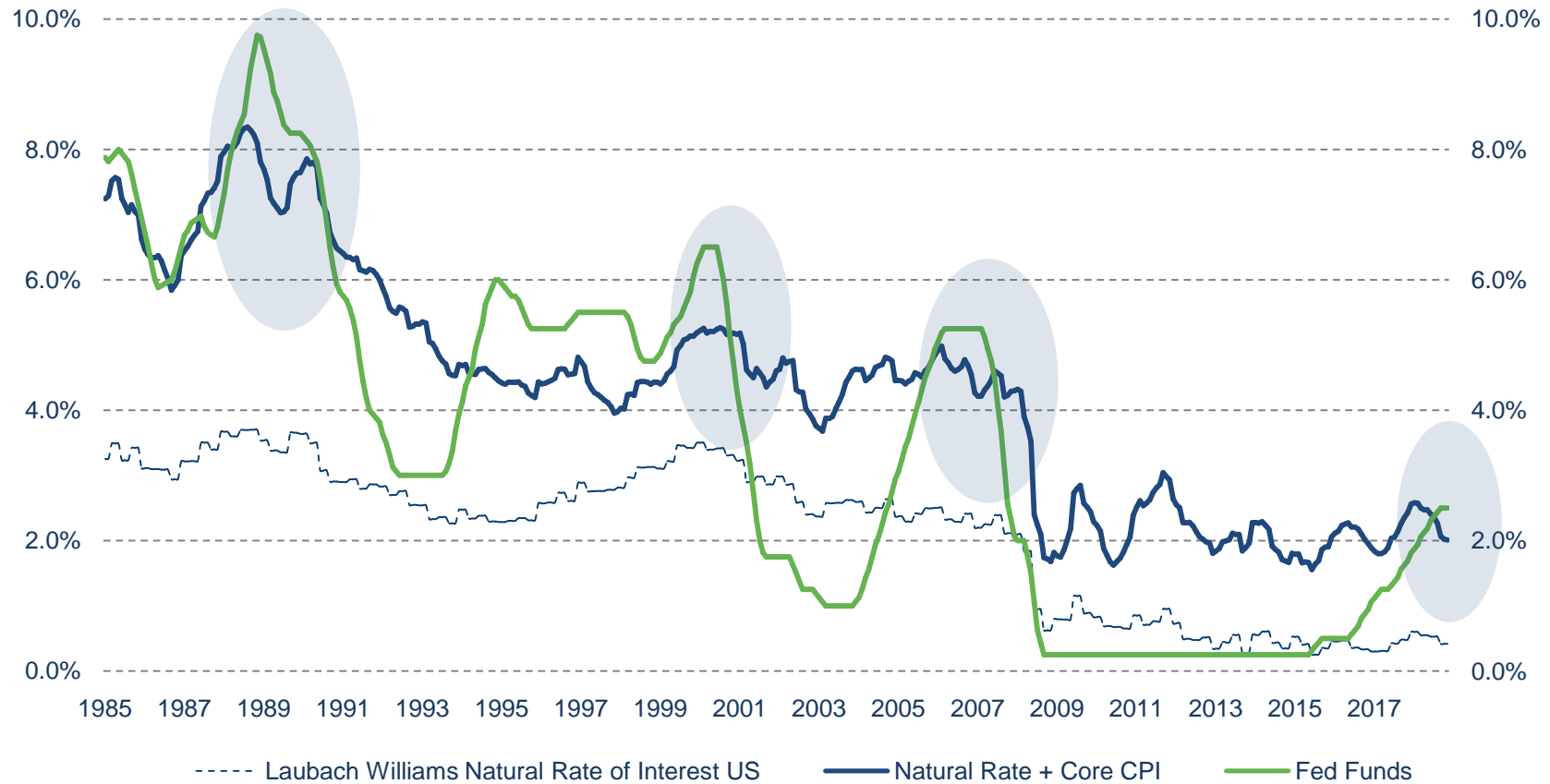


- La fuerte caída en los rendimientos de los bonos y los índices bursátiles en máximos, **están impulsando las carteras pero generando cierta incomodidad entre los inversores**. Una interpretación para la bajada en los rendimientos de los bonos es que **la economía se está desacelerando** y la Fed deberá recortar las tasas para evitar una posible recesión. Sin embargo, esto no explica por qué los **mercados de acciones y de crédito no muestran signo alguno de estrés**
- Si bien al observar los indicadores adelantados se ven **indicios claros de una desaceleración de la actividad económica a nivel mundial**, esperamos que la mejora de las condiciones financieras, combinada con un fuerte empleo y una confianza del consumidor en máximos ayude a la **economía a recuperarse en la segunda mitad del año**
- De hecho, creemos que la caída en los rendimientos de los bonos tiene más que ver con el **retorno de los riesgos deflacionarios**, dado que la inflación se mantiene obstinadamente por debajo de los objetivos de los bancos centrales. La Fed se ha dado cuenta de que en el actual entorno de bajo crecimiento y baja inflación, **el proceso de normalización de los tipos de interés ha alcanzado sus límites**, y cualquier aumento del tipo de descuento resultará en un endurecimiento de las condiciones monetarias
- La política monetaria es un elemento clave de las condiciones financieras, las cuales a su vez son cada vez más importantes debido a la **financiarización de la economía moderna**. Por añadidura, la **riqueza de los hogares también depende cada vez más de los precios de los activos financieros**. Por este motivo, esperamos que la **Fed continúe mitigando cualquier estallido de volatilidad** en los mercados financieros
- En el frente de la **guerra comercial**, creemos que al presidente Trump se le está acabando el tiempo para alcanzar un acuerdo que poder presentar a su base electoral antes de las elecciones estadounidenses en noviembre del próximo año, por lo que **esperamos algún tipo de acuerdo en la segunda mitad de este año**. Esto debería ayudar a mejorar la confianza empresarial y por ende sería positivo para los activos de riesgo

	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. Con el cambio de política de la Fed, pensamos que el crédito emergente ofrece valor a los niveles actuales
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 calidad /crecimiento
	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	=	Los emergentes se han recuperado significativamente a medida que disminuyen las perspectivas de un dólar más fuerte y una desaceleración económica. En consecuencia, hemos aprovechado la oportunidad para reducir nuestra exposición
	Sectores/ Temáticos	+	Además de las acciones de calidad -crecimiento, favorecemos entre otros la biotecnología y el farmacéutico
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	-	En el entorno actual de ciclo tardío, en el que las presiones inflacionistas se mantienen moderadas, vemos un alza limitada para las materias primas
	Private Equity	=	Invertir en las últimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos, aportando cierta liquidez

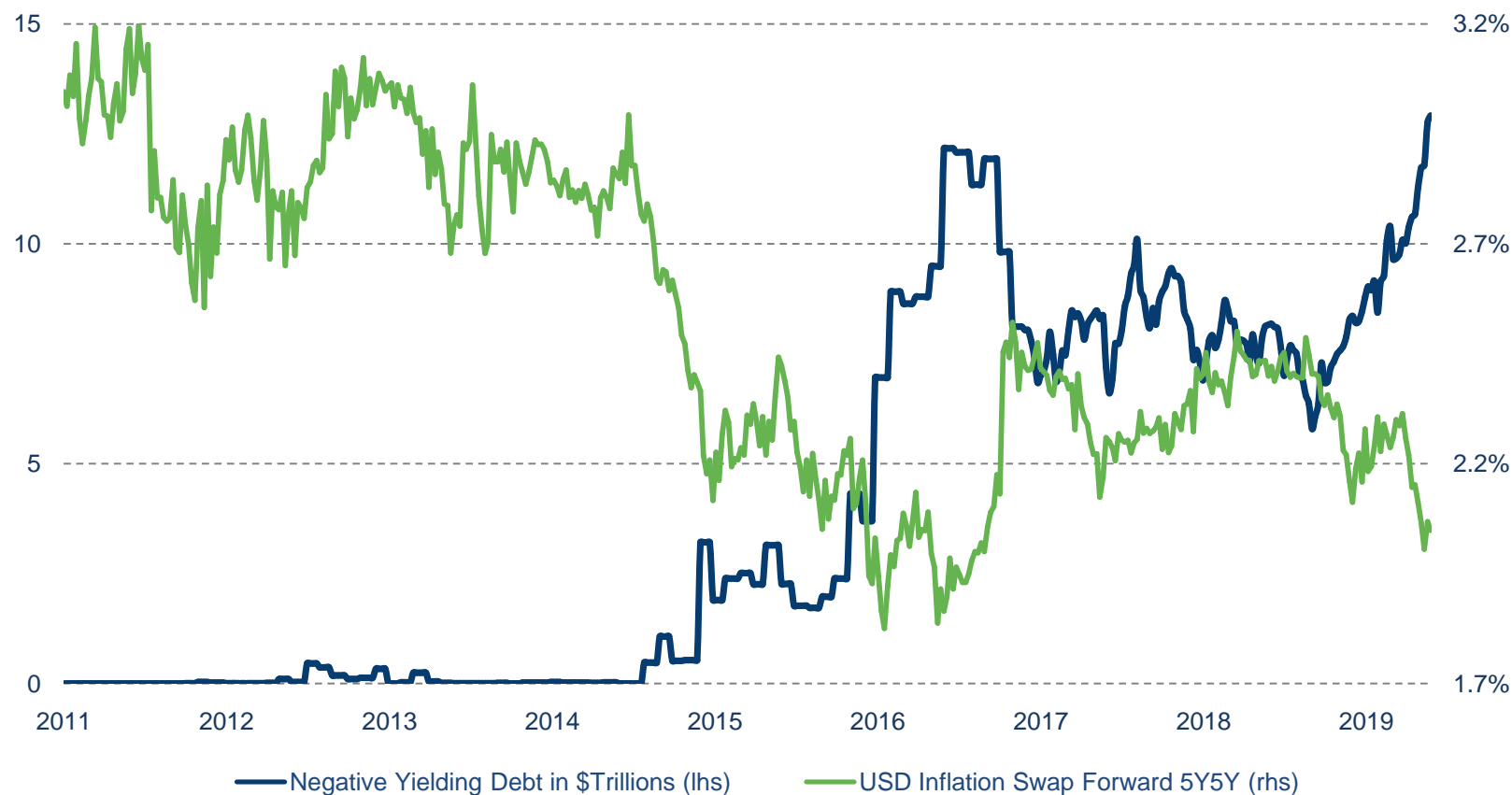


- Los mercados de **bonos y acciones no se mueven de acuerdo a reglas fijas**. A veces, una caída en los rendimientos de los bonos es una señal de que el mercado de bonos anticipa una desaceleración económica, lo que lleva a una bajada en las acciones; mientras que en otras ocasiones (como en los dos últimos trimestres), la caída en los rendimientos refleja una política monetaria acomodaticia que ayuda al crecimiento y, por ende, al mercado de valores
- Durante el último año y medio, ha habido una serie de cambios bruscos en las expectativas, que nos hacen pensar que pueda haber una **desconexión entre las valoraciones de acciones y bonos**



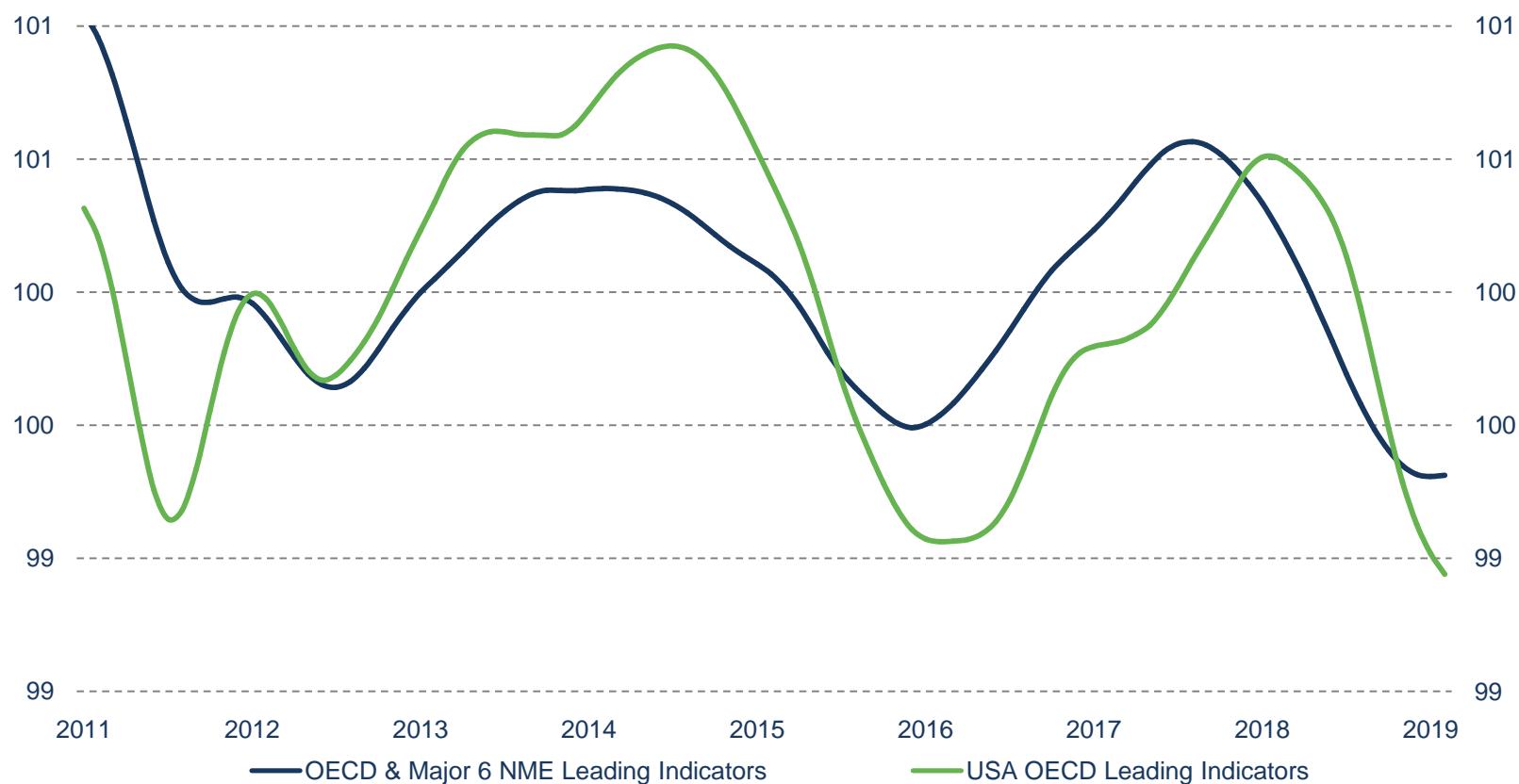
- Una inflación obstinadamente baja y un mediocre crecimiento ponen un **techo al tipo natural de interés** (el tipo al que la economía alcanza el pleno empleo, mientras mantiene la inflación constante)
- La Fed se ha dado cuenta de que ha **llegado tan lejos como era posible en el proceso de normalización**, y se ha embarcado en una revisión de su estrategia con vistas a ser más efectiva en este nuevo entorno (ver [enlace](#))

Regresa el riesgo de deflación



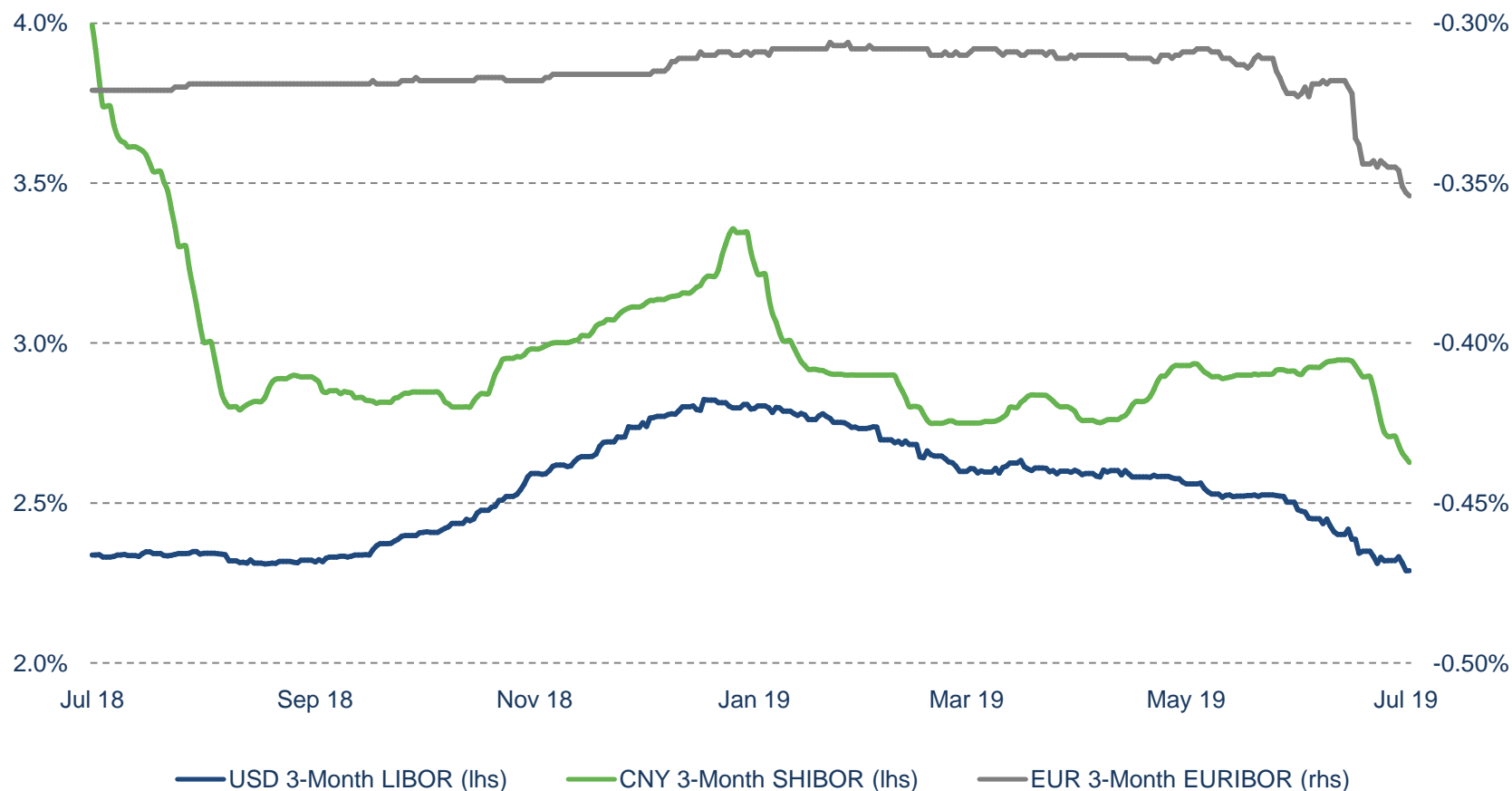
- El cambio de dirección de la Reserva Federal ha coincidido con una **disminución en las expectativas de inflación**, lo que sugiere una mayor cautela
- De hecho, **la amenaza de deflación es muy similar a la experimentada en 2015-16, aunque esta vez con precios estables de las materias primas**. El resultado es una caída en los rendimientos de los bonos y una cantidad sin precedentes de bonos con rendimientos negativos

La actividad económica continúa desacelerándose

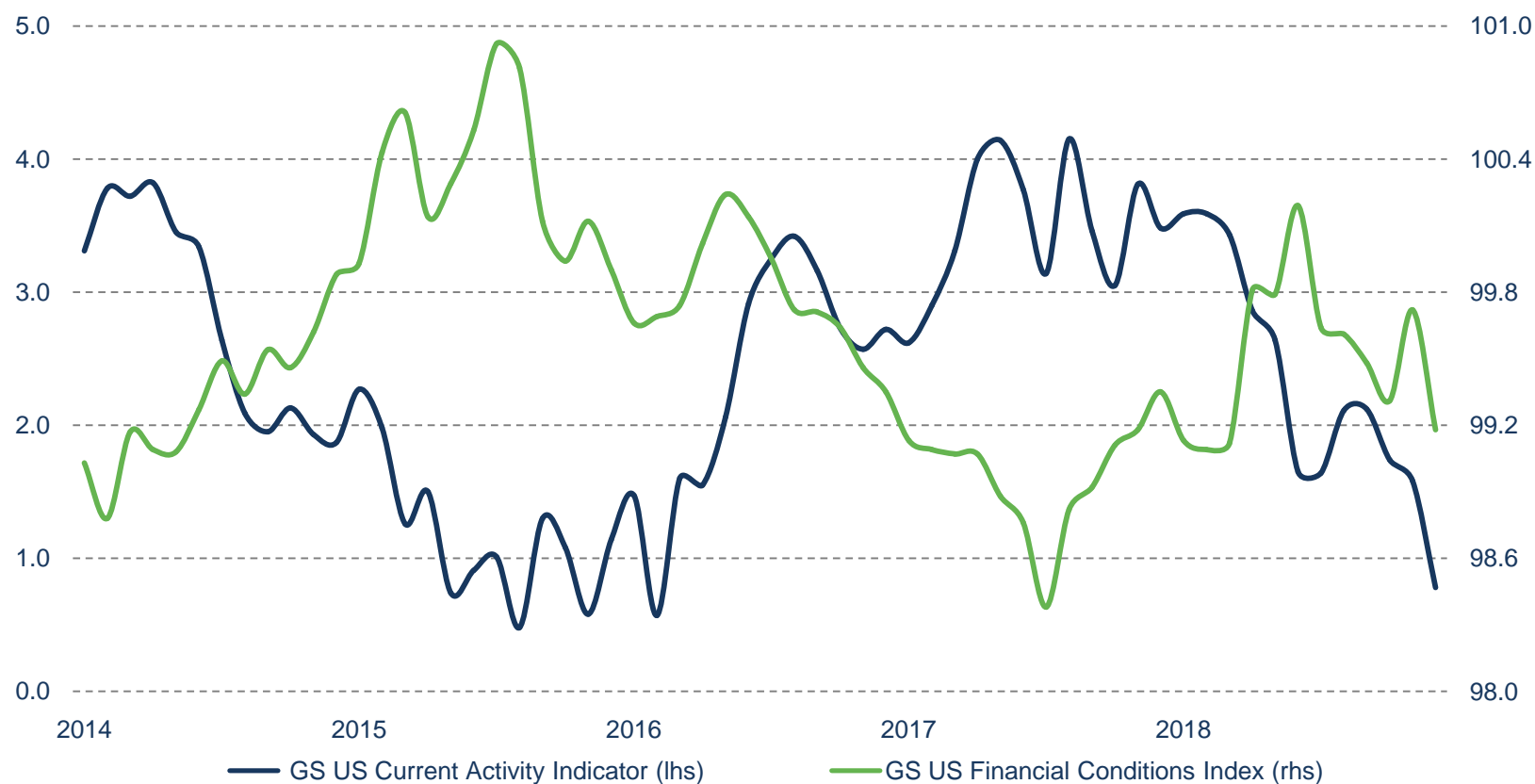


- Además del renovado riesgo de deflación, **la economía global continúa mostrando algunos signos de debilidad**, lo que apoyaría los recortes preventivos en los tipos de interés
- Sin embargo, los **diferenciales de crédito**, que son nuestros indicadores de recesión preferidos, **continúan apuntando a una continuación del ciclo económico actual**

Flexibilización monetaria a escala global

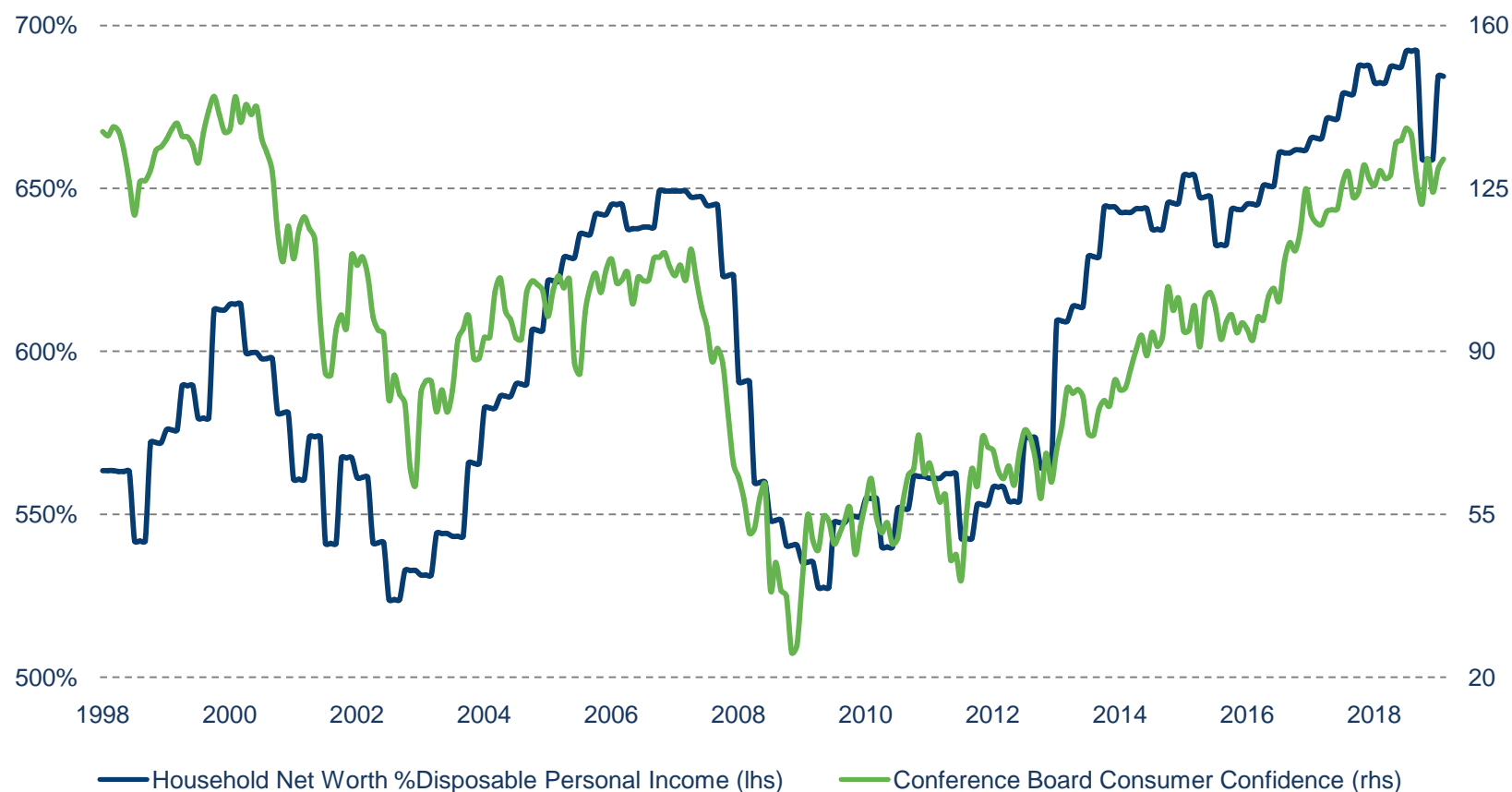


- Al igual que los signos de una desaceleración económica son globales, también lo es la respuesta de las autoridades monetarias, con **las principales economías en proceso de bajar las tasas de interés**
- La escala de **la intervención monetaria ha sido particularmente grande en China**, donde el impulso monetario y fiscal debería ir acompañado de una recuperación del crecimiento



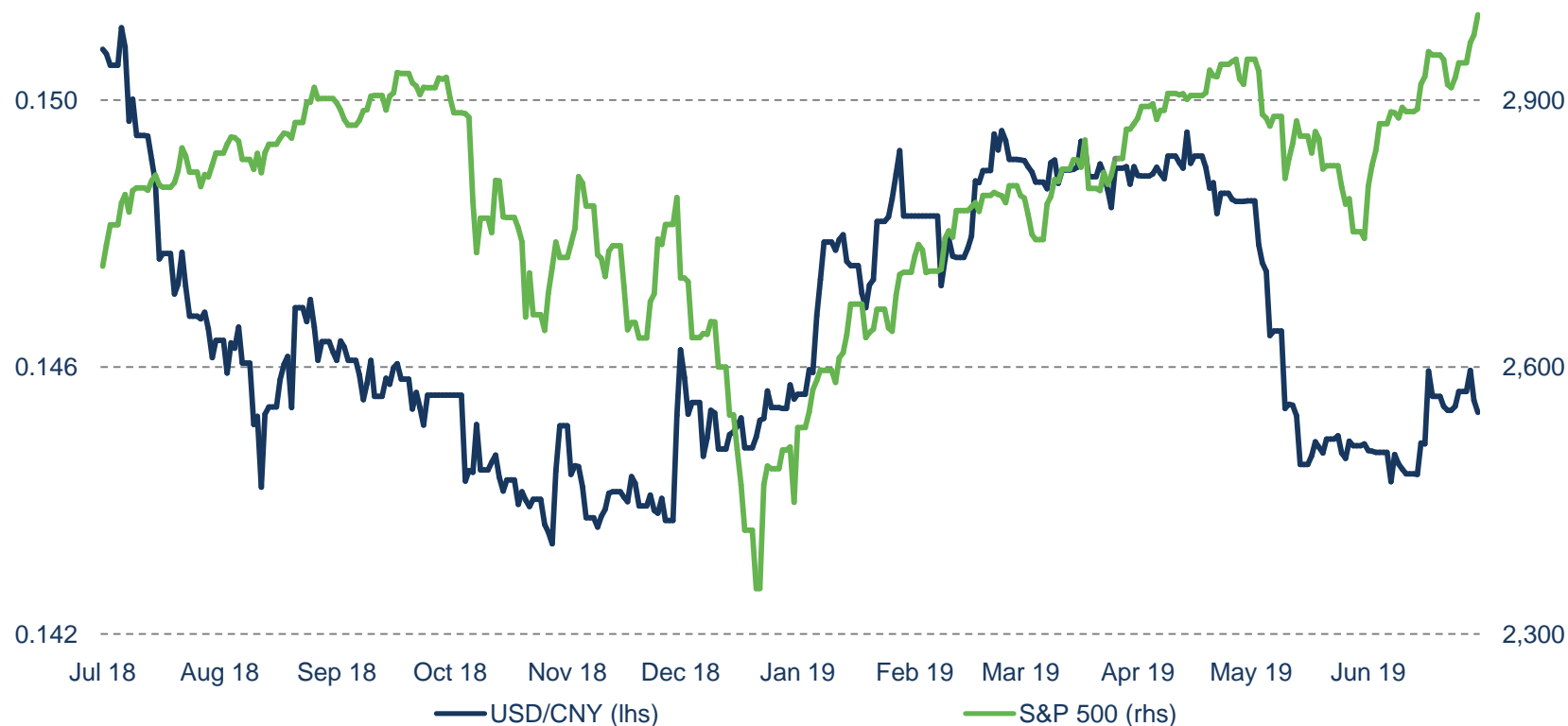
- La política monetaria es un elemento clave de las **condiciones financieras**, que a su vez son **cada vez más importantes debido a la financiarización de la economía** moderna
- Esperamos que la **mejora en las condiciones financieras** desde principios de año comience pronto a tener un **impacto en la economía real**

Mayor dependencia de los activos financieros

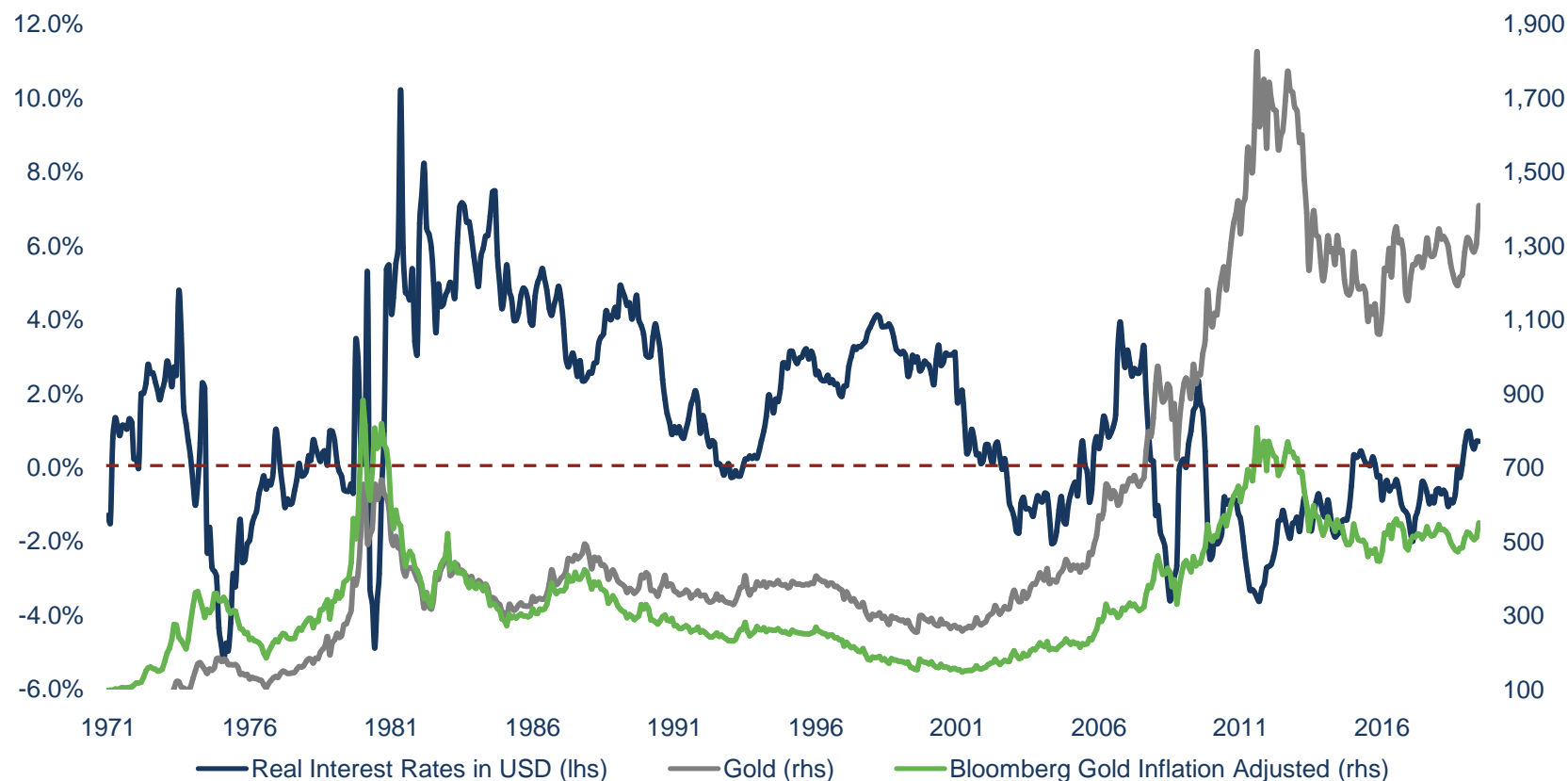


- Los mercados financieros son otro elemento clave, ya que **la riqueza de los hogares depende cada vez más de los precios de los activos**
- Por lo tanto, aunque no puede decirse públicamente, **uno de los objetivos de la Reserva Federal**, además de maximizar el empleo y contener la inflación, **es mitigar la volatilidad de los mercados financieros**

Tregua en la guerra comercial

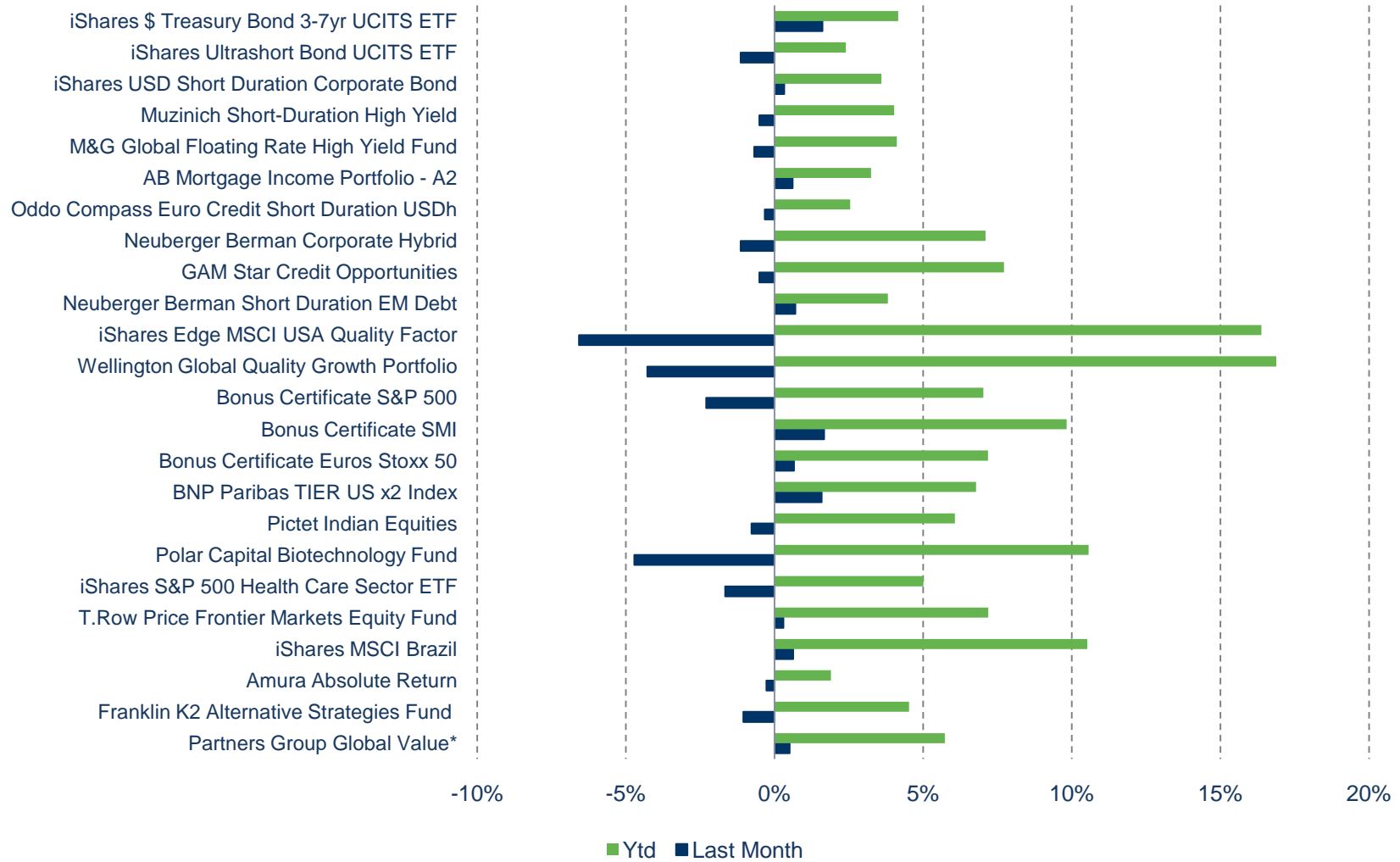


- Uno de los principales choques externos que vienen afectando a la economía mundial ha sido la **guerra comercial** entre los Estados Unidos y China
- Después de varios actos, **el tiempo se acaba para que el Presidente Trump pueda tener un acuerdo que presentar a su base electoral antes de las elecciones de EE.UU.** en noviembre del próximo año, por lo que esperamos algún tipo de acuerdo en la segunda mitad de este año



- Los **bajos tipos de interés reales** (los tipos de interés nominales menos la inflación) se han asociado históricamente con **períodos en los que el oro ha aumentado en valor**
- El **oro se apreció masivamente en dos períodos: 1975-1981 y 2008-2011**. El primero se asoció a una elevada inflación, mientras que el segundo coincidió con la introducción del QE. El último creó una burbuja, ya que QE no provocó el fuerte aumento de la inflación que esperaban los partidarios del oro. **Las valoraciones actuales, ajustadas por inflación, parecen relativamente apropiadas**

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg a 6 de junio de 2019
 * Fondo publica NAV con un mes de retraso

	Escenario 1 Fin del ciclo	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 cambiar drásticamente de rumbo, lo cual será 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 continua moderada a nivel mundial debido a factores estructurales (demografía, endeudamiento, globalización) La Fed mantiene los tipos de interés, o los reduce de forma preventiva 	<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 tiene 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%	45% (+5%)	20% (-5%)

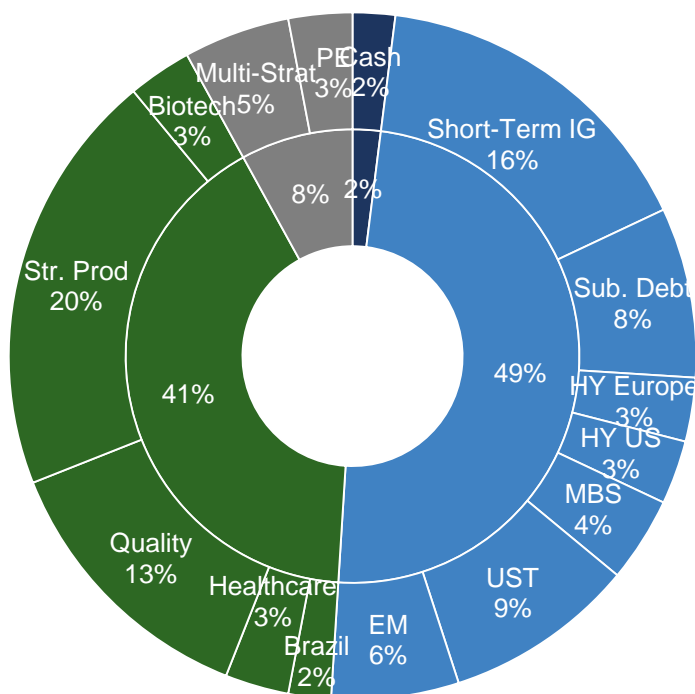
Catalizadores a corto plazo

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

Otros riesgos

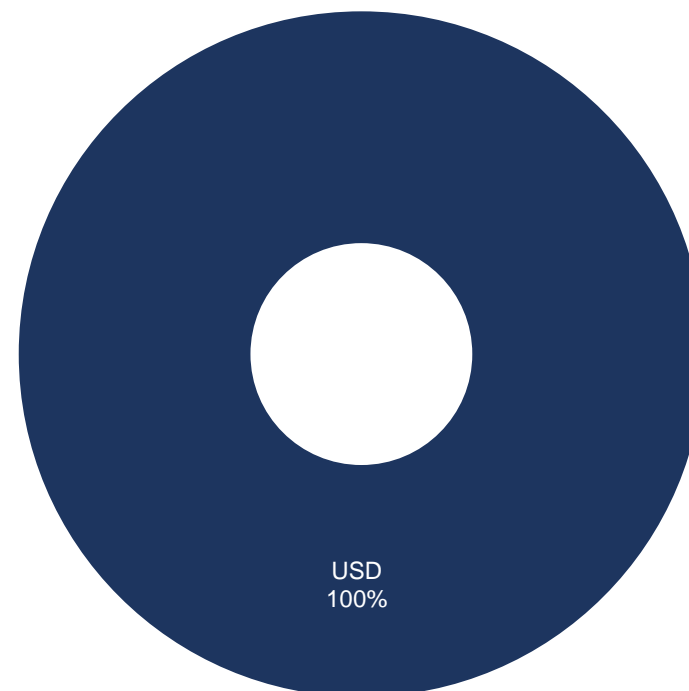
Guerra comercial, Brexit "duro", proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo

Asignación activos



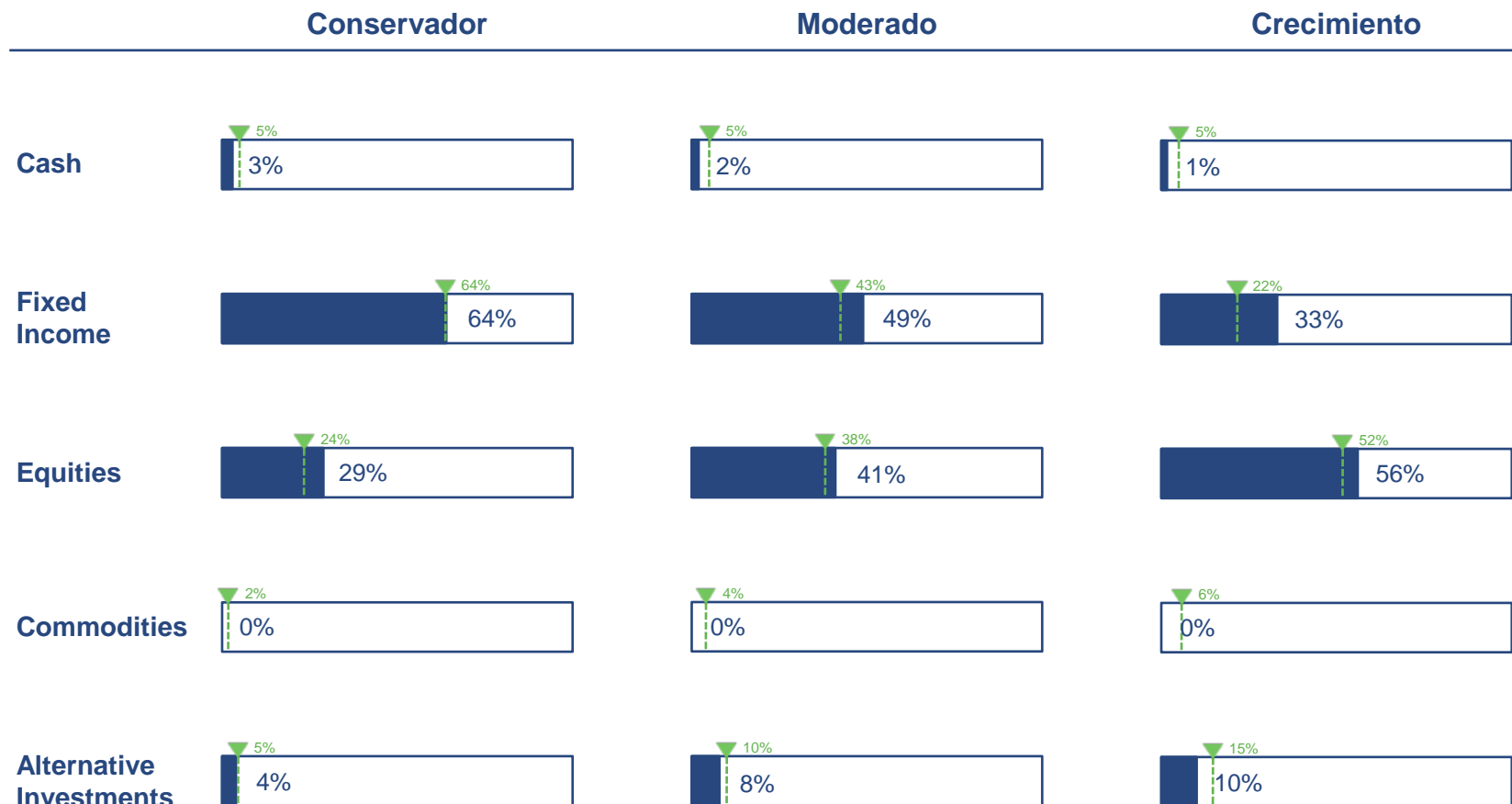
■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Commodities
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas



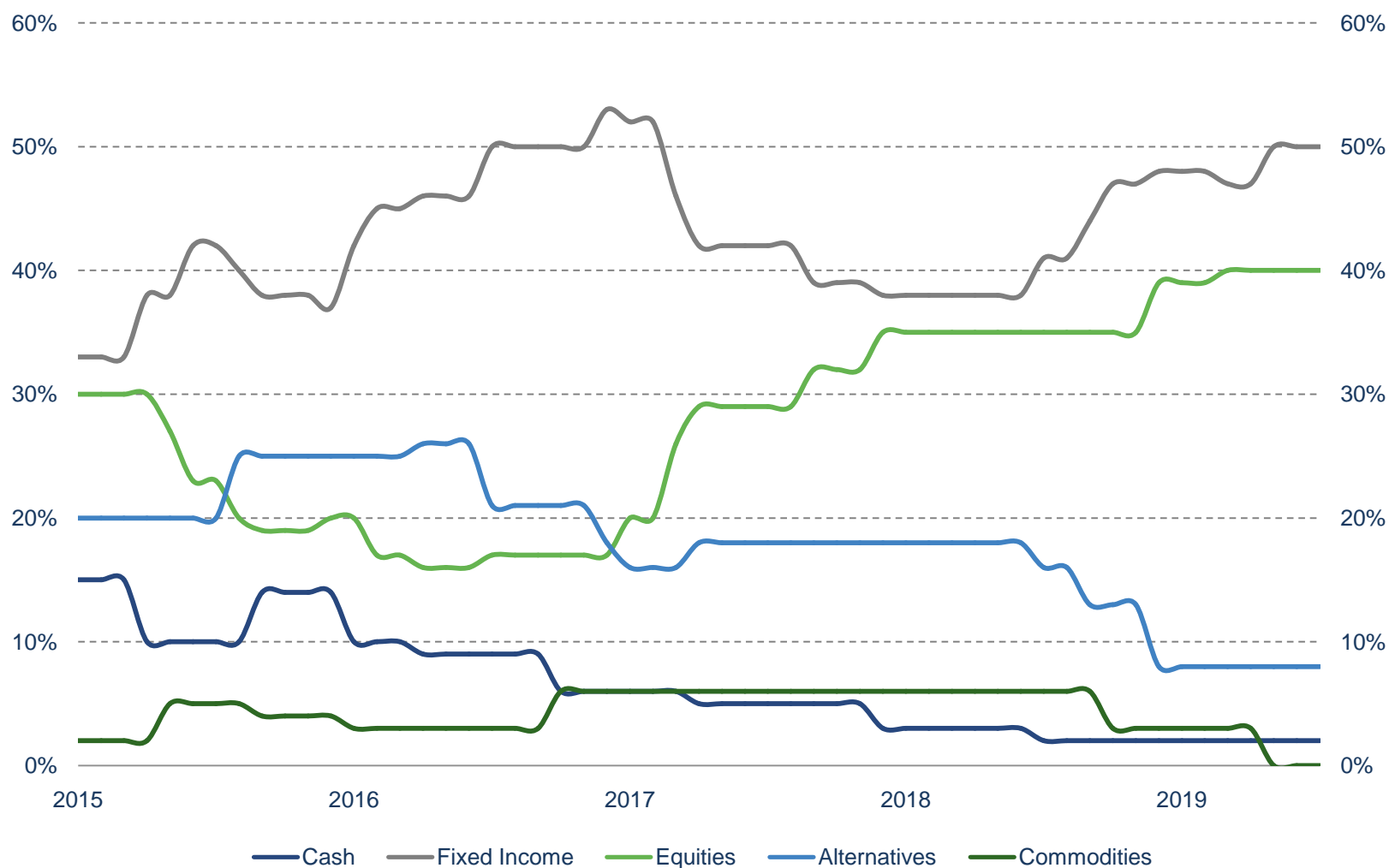
■ USD

Perfiles de Inversión MWM

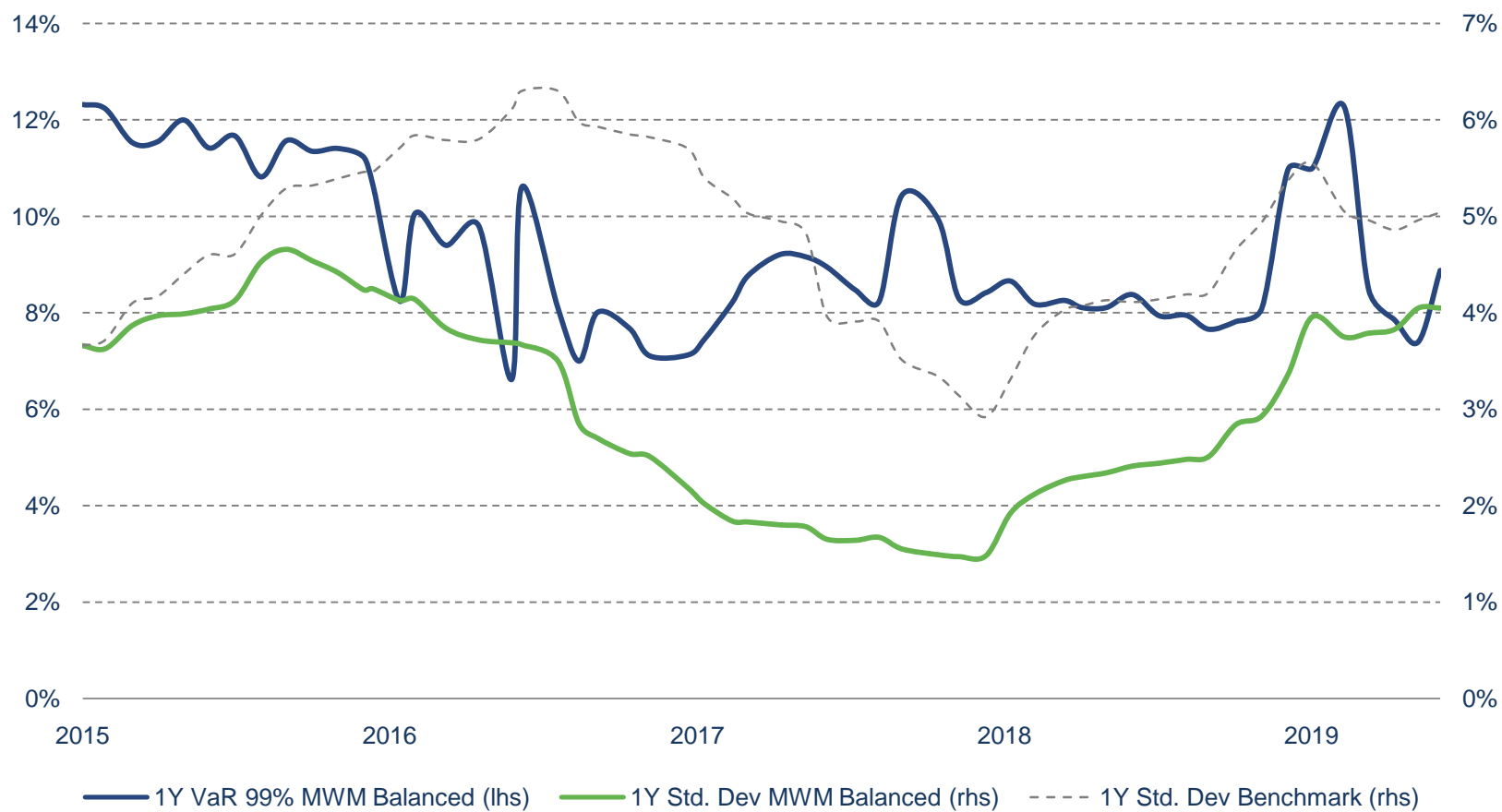


▼ Strategic Asset Allocation

Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos

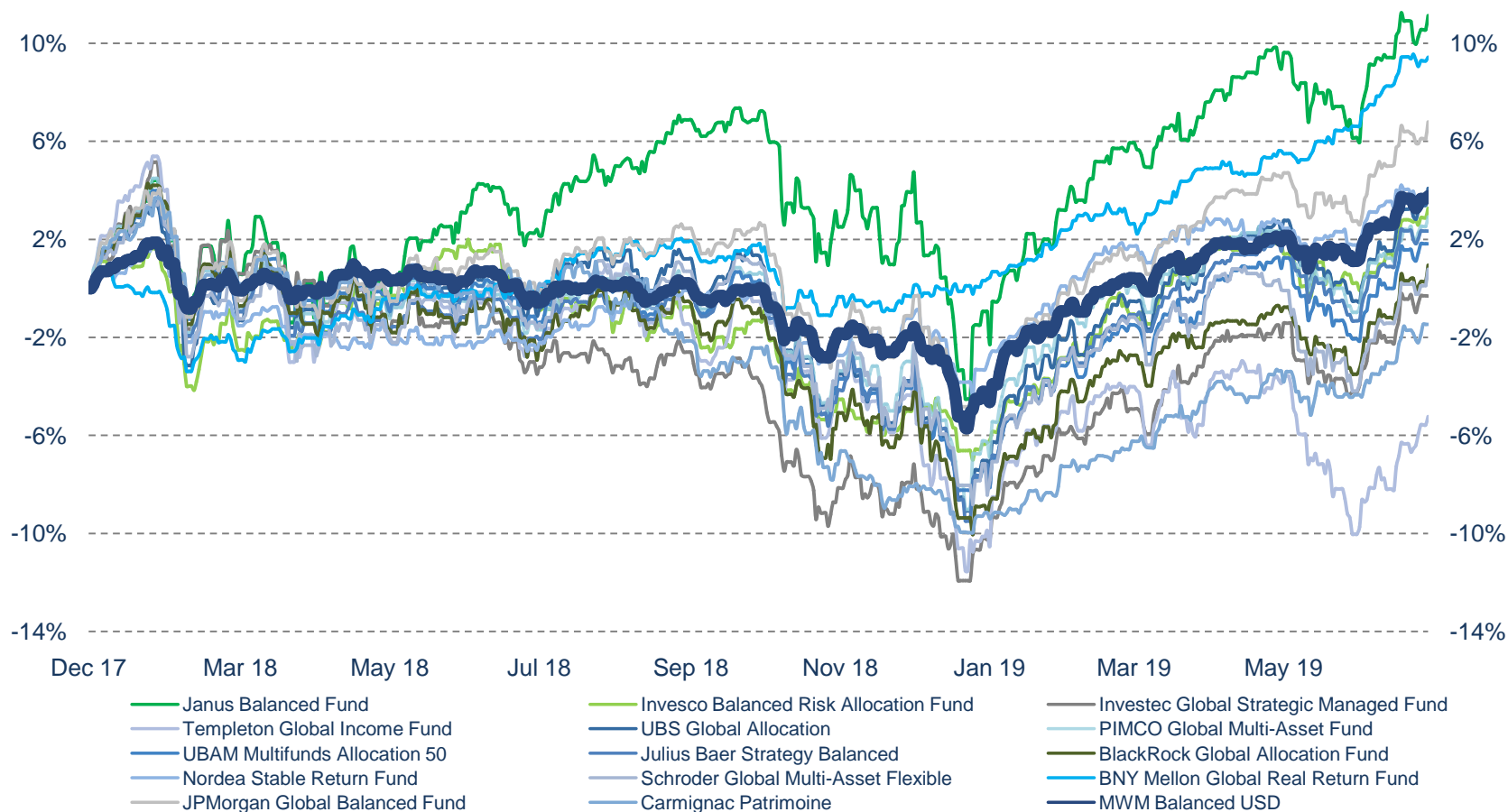


Portafolio Modelo MWM – Evolución VaR y volatilidad



¹ A 6 de junio de 2019
Fuente: Bloomberg

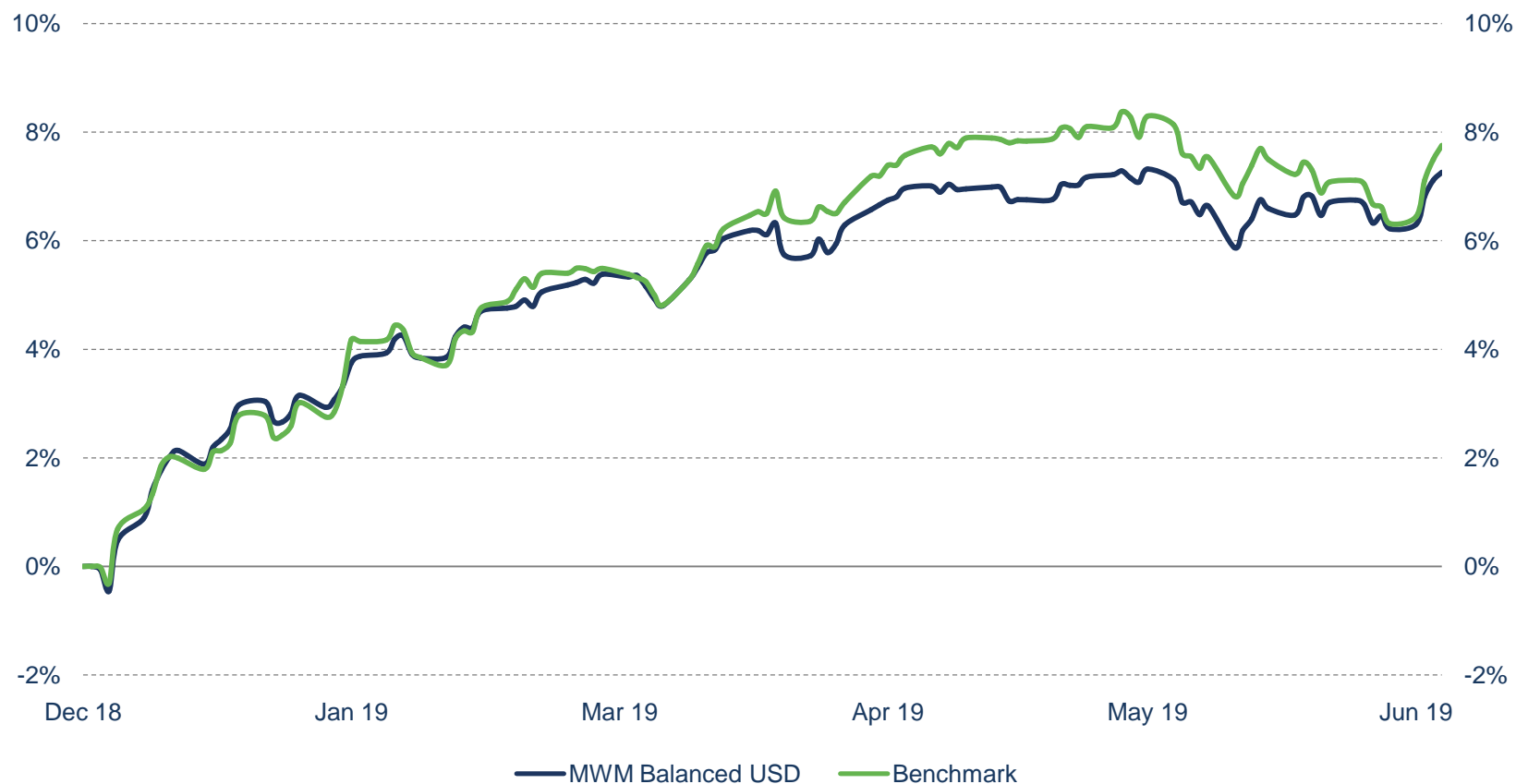
Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta (en el año¹): 12° out of 15**
- **Desviación estándar (1 año¹): 1° de 15**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 1° de 15**
- **Sharp Ratio (1 año¹): 2° de 15**

¹ A 1 de julio de 2019
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año

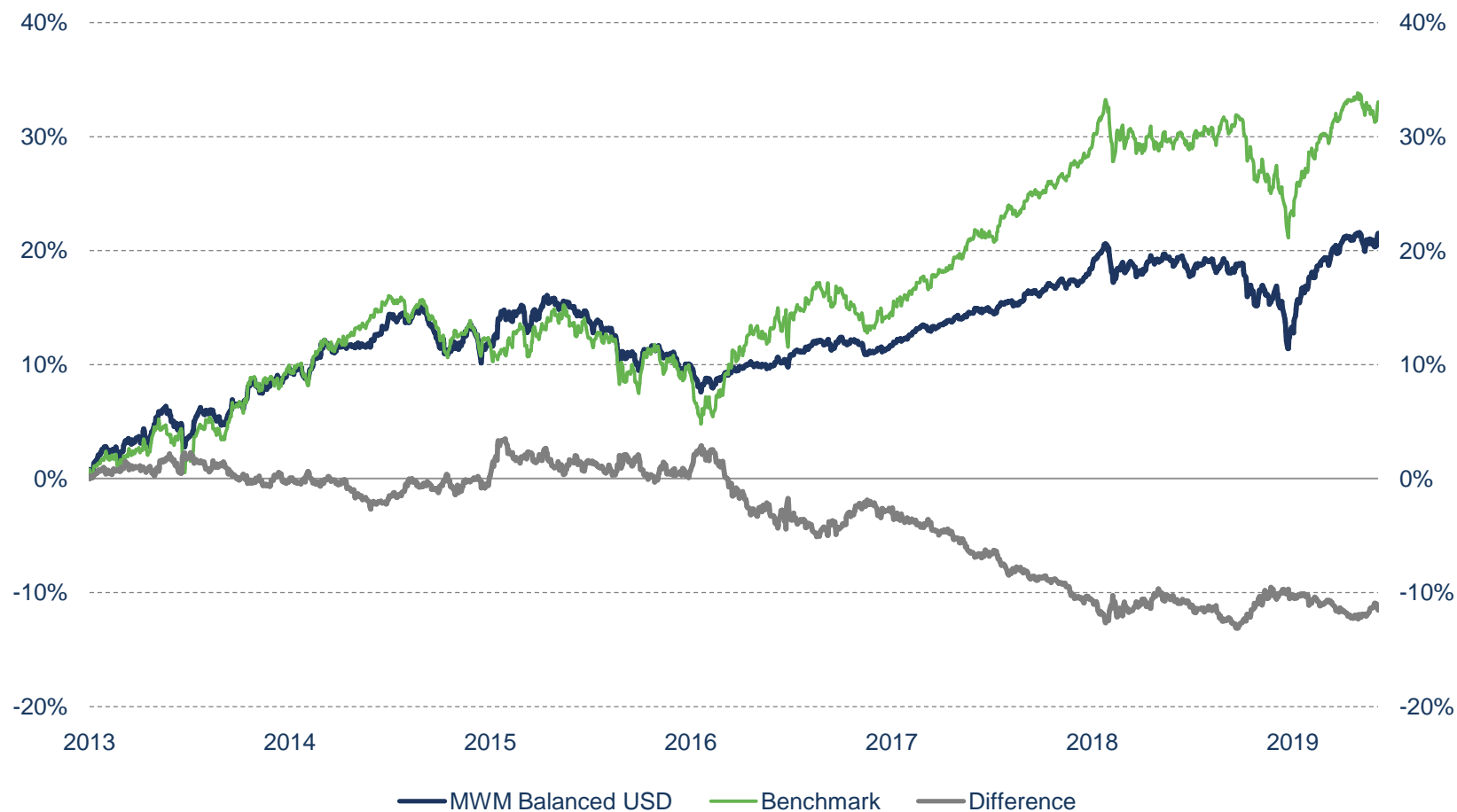


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **9.43%** vs. **10.42%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **3.63%** vs. **4.34%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **2.60%** vs. **2.92%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **4.65** vs. **4.39** Benchmark²

¹ A 1 de julio 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)

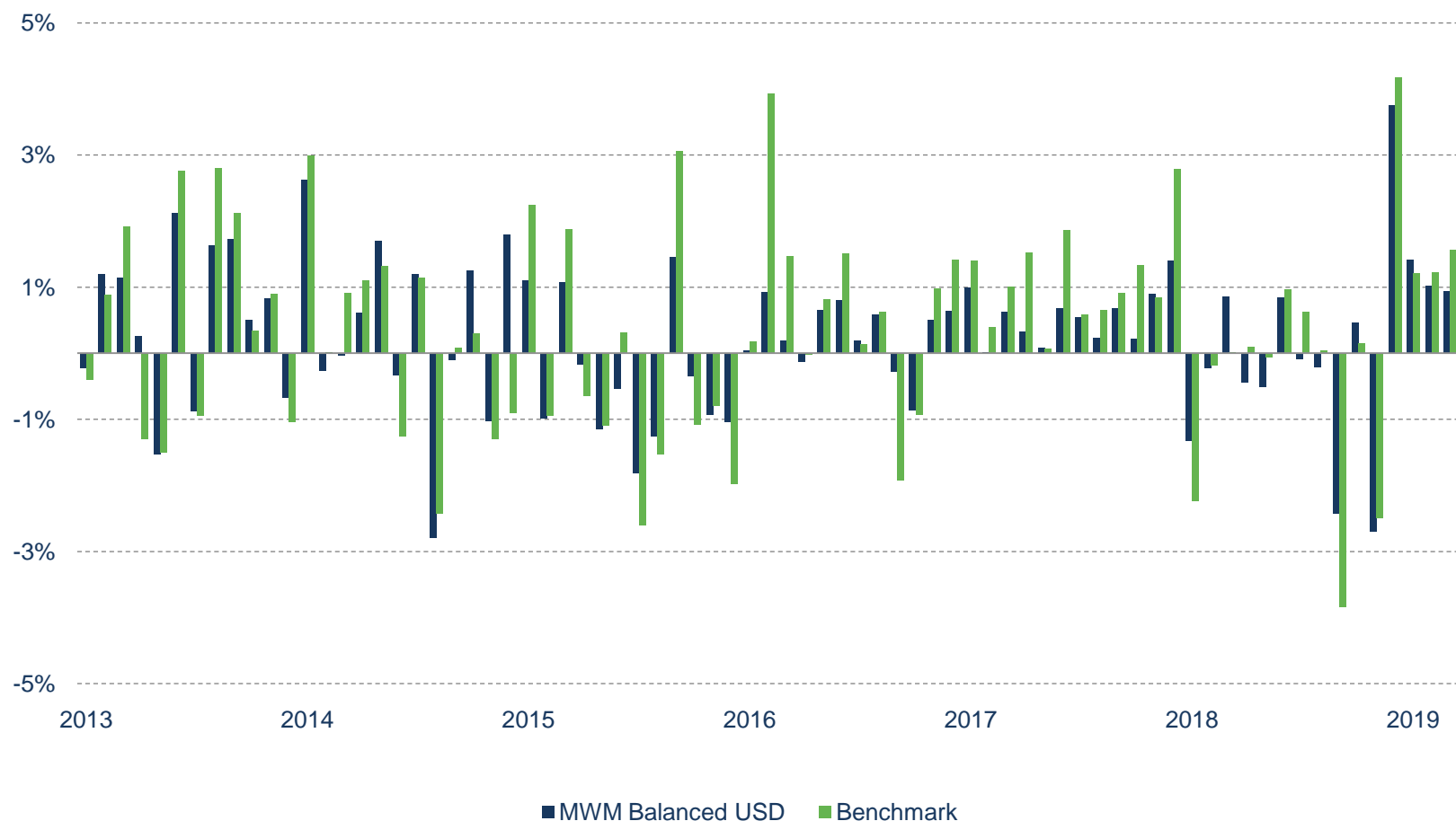


- Rentabilidad absoluta (1 año¹): **4.96%** vs. **5.26%** Benchmark²
- Rentabilidad absoluta (3 años¹): **9.11%** vs. **10.24%** Benchmark²
- Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): **23.61%** vs. **36.12%** Benchmark²

¹ A 1 de julio 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): 4.05% vs. 5.05% Benchmark²**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 2.99% vs. 3.59% Benchmark²**
- **Sharp Ratio (1 año¹): 0.60 vs. 0.60 Benchmark²**
- **Var 95% - 1day (1 año¹): -0.44% vs. -0.50% Benchmark²**

¹ A 1 de julio 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.