

Política de Inversión

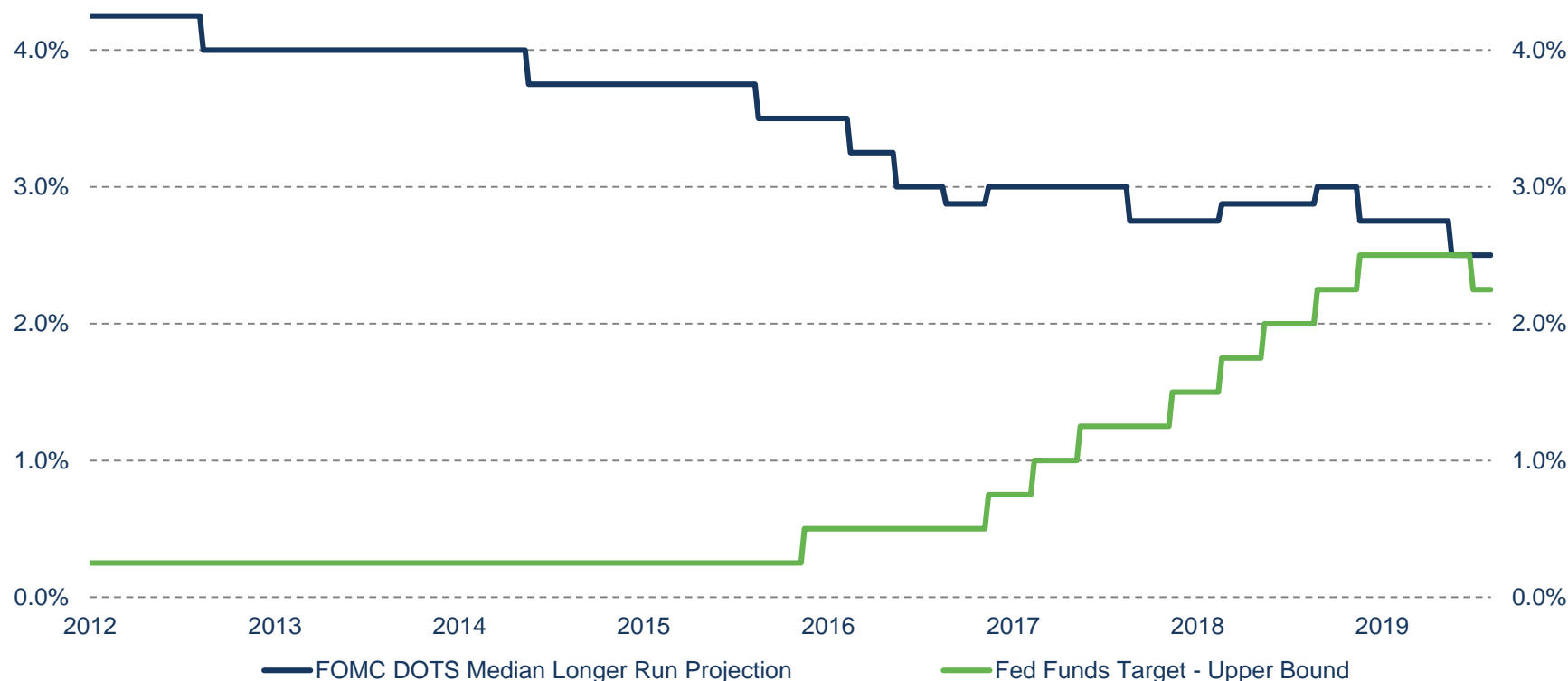
Septiembre 2019



- Durante el verano hemos presenciado una **dramática disminución en los tipos de interés en los EE.UU.**, con la rentabilidad de los bonos del Tesoro americano a largo plazo acercándose a mínimos históricos. Al mismo tiempo, la Fed recortó tipos por primera vez desde 2008, detuvo la reducción de balance y guió al mercado hacia más recortes en el futuro. Todo esto implica que **la Fed ha abandonado por completo la idea de normalizar los tipos de interés**, reconociendo que la economía sólo puede soportar un nivel de tipos mucho más bajo que en el pasado
- Hay dos principales narrativas que explican el entorno actual de bajos tipos de interés. Bajo la narrativa del “estancamiento secular”, los tipos bajos son consecuencia del débil crecimiento nominal como resultado de la falta de demanda agregada y un entorno deflacionario (probablemente mucho más de lo que se refleja en las estadísticas oficiales). La **narrativa alternativa** explica sin embargo los bajos tipos de interés como una señal de que **el mercado está anticipando una recesión** entrante
- **La evidencia hasta ahora es mixta**, ya que podemos observar una **desaceleración global de las actividades manufactureras** como consecuencia de la incertidumbre causada por la guerra comercial, pero un **sector de servicios muy fuerte, un desempleo récord y una fuerte confianza del consumidor**. Teniendo en cuenta que el consumo representa más de 2/3 de la economía de EE. UU. en la actualidad, y a pesar del riesgo de contagio del sector industrial, creemos que **es demasiado pronto para declarar una recesión**
- El que prevalezca una u otra narrativa, tiene **profundas consecuencias para el posicionamiento de las carteras**. Si los tipos están bajos debido a factores estructurales, y la economía no se adentra en una recesión, **la bolsa está barata, mientras que los bonos algo caros**. Sin embargo, si sucede lo contrario, las valoraciones en renta variable ofrecen una prima de riesgo suficiente como para mitigar la extensión de la caída, mientras que dados los niveles actuales de tipos de interés, los bonos solo pueden apreciarse moderadamente
- Una última implicación de la caída de los tipos es una **disminución del soporte por fundamentales del dólar**, a medida que se reducen los diferenciales de tipos de interés frente a otras monedas. El hecho de que los tipos de interés reales ahora sean negativos en los EE. UU. también **respalda los activos reales**

| | 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 tipos 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 los sectores de infraestructuras, inmobiliario, biotecnología y 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 |

La Fed se rinde, y pone fin a la normalización



- Tras el recorte de tipos, la interrupción de la reducción del balance, y con el mercado asignando una probabilidad del 100% para un nuevo recorte en septiembre, **la Fed ha abandonado por completo la idea de normalizar tipos**
- Sin embargo, la Fed venía desde hace tiempo **reduciendo progresivamente sus expectativas futuras**, al mismo tiempo que continuaba aumentando los tipos de interés. Esto duró hasta que fue evidente que no podía continuar normalizando sin causar un endurecimiento en las condiciones monetarias

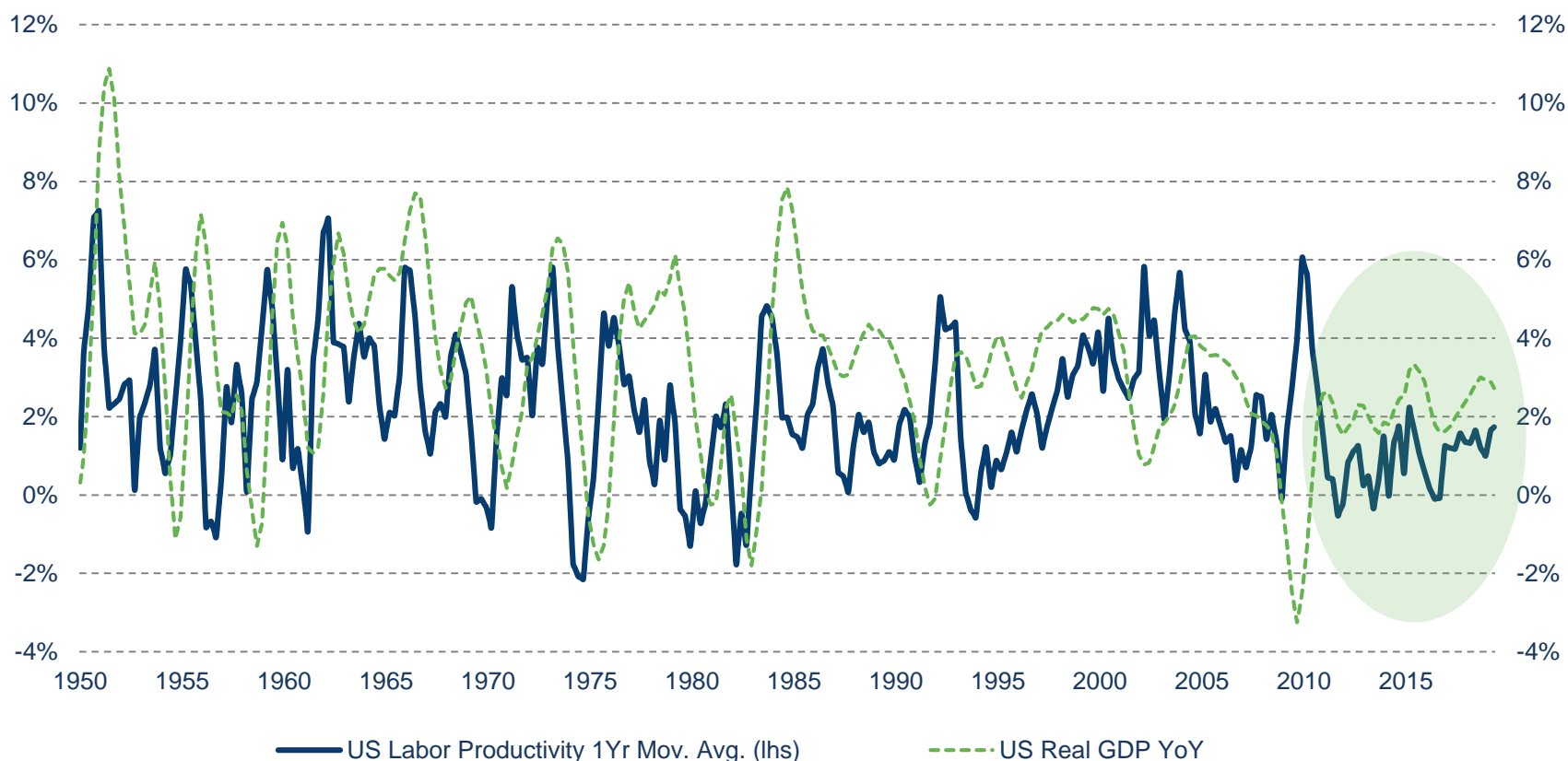
Veremos tipos nominales negativos?



- En la incapacidad de normalizar los tipos de interés, el mercado de bonos ha tenido mucho que ver, dado que éste ha ignorado constantemente las proyecciones de la Reserva Federal. El mercado ha llevado los tipos de interés a largo plazo hasta niveles que, en términos reales, son negativos; y **existe una posibilidad real de que podamos ver tipos de interés nominales negativos en los EE. UU.**
- Esta no es la primera vez que los tipos de interés reales son negativos, pero en comparación con episodios anteriores, el problema se ve agravado por el **lento crecimiento en términos nominales como resultado de la baja inflación**

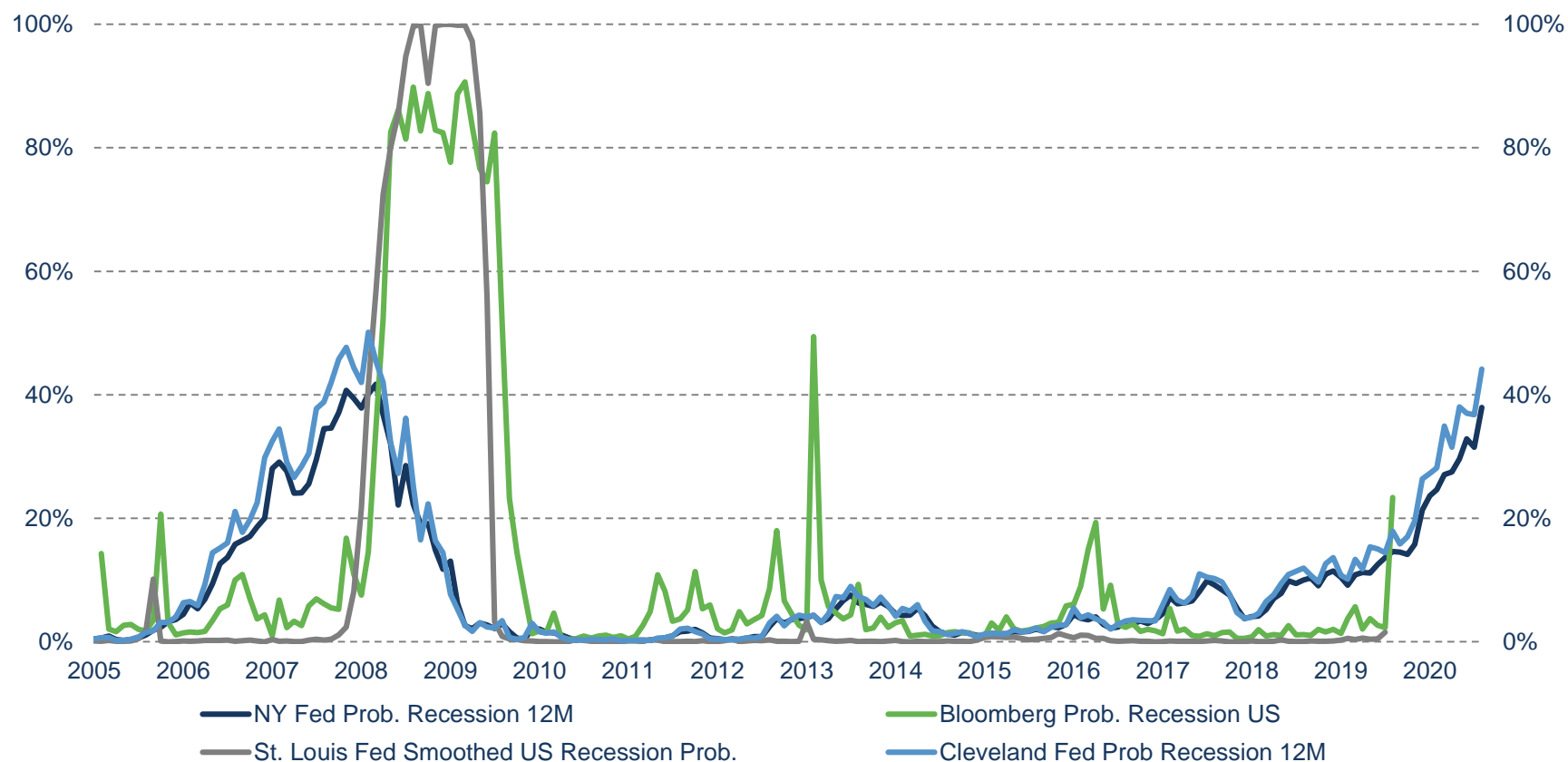
Un problema de crecimiento o de deflación?

“Se puede ver la era de las computadoras por todas partes, salvo en las estadísticas de productividad” R. Solow, 1987



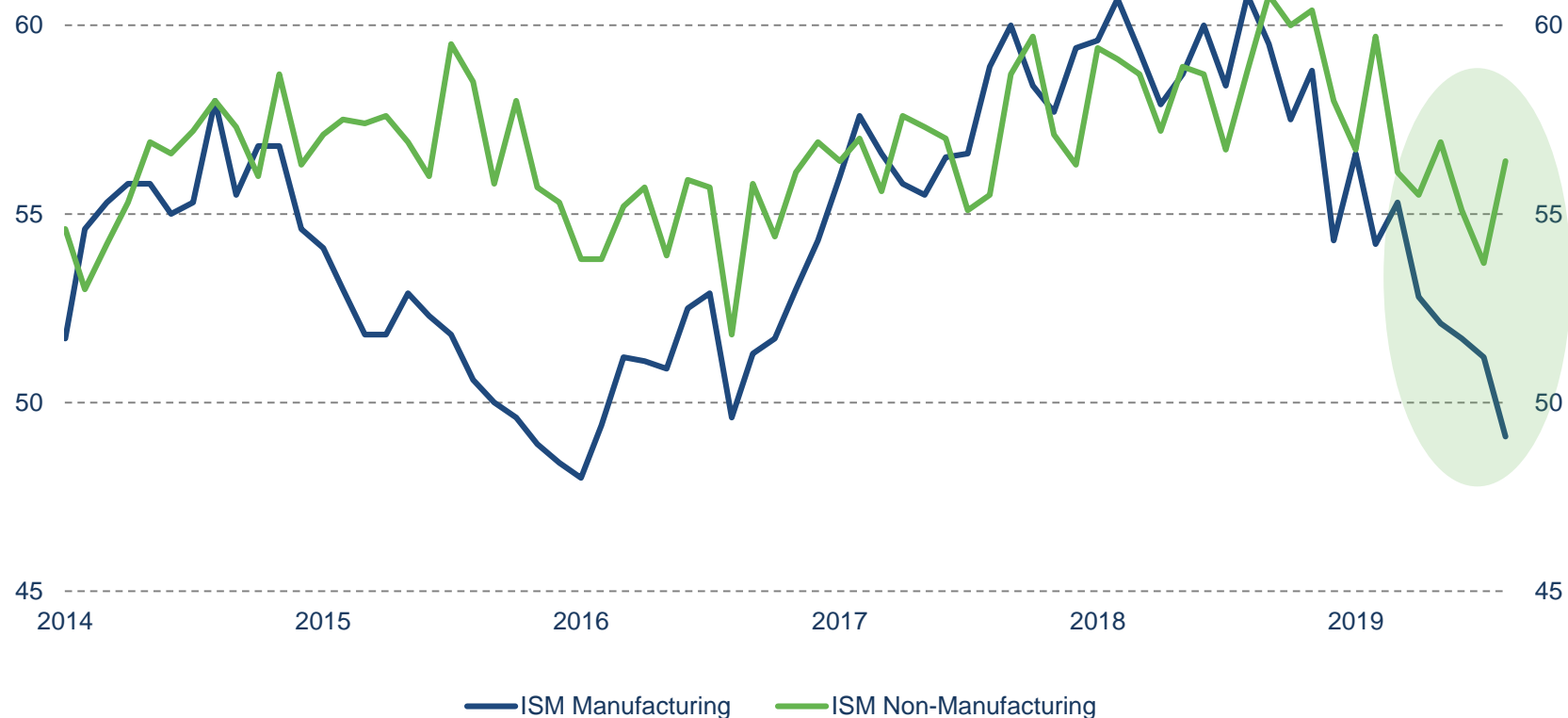
- No está claro si los bajos tipos de interés son un **síntoma de una economía débil o la consecuencia de un entorno deflacionario**. Si este último es el caso, **la economía puede estar creciendo a un ritmo saludable en términos reales**, pero no en términos nominales
- Es **difícil conciliar las estadísticas de productividad con la creciente tecnologización en la sociedad**. Este es un viejo problema que data desde la introducción de las computadoras, pero que ha cobrado mayor importancia junto con el **aumento tamaño del sector de servicios**

O se aproxima una recesión?



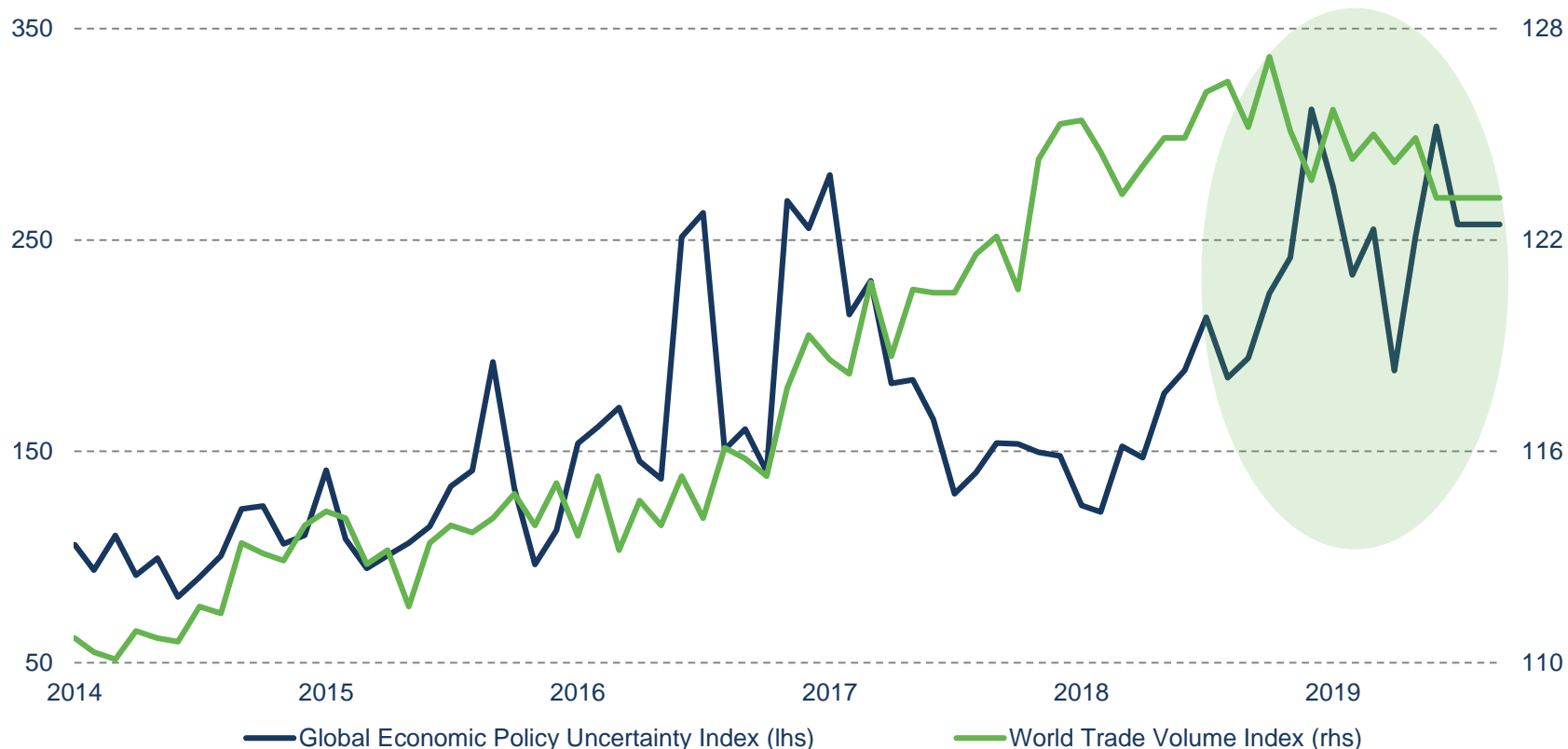
- Una narrativa **alternativa es que la economía se acerca a una recesión**, lo que hace que los inversores busquen refugio en los bonos del Tesoro de EE. UU.
- El **panorama aquí sigue siendo mixto**, ya que algunos indicadores de recesión que se basan en la pendiente de la curva de tipos están en rojo, mientras que otros indicadores que incorporan diferentes factores (empleo, condiciones financieras) aún muestran una baja probabilidad de recesión

Riesgo de contagio?



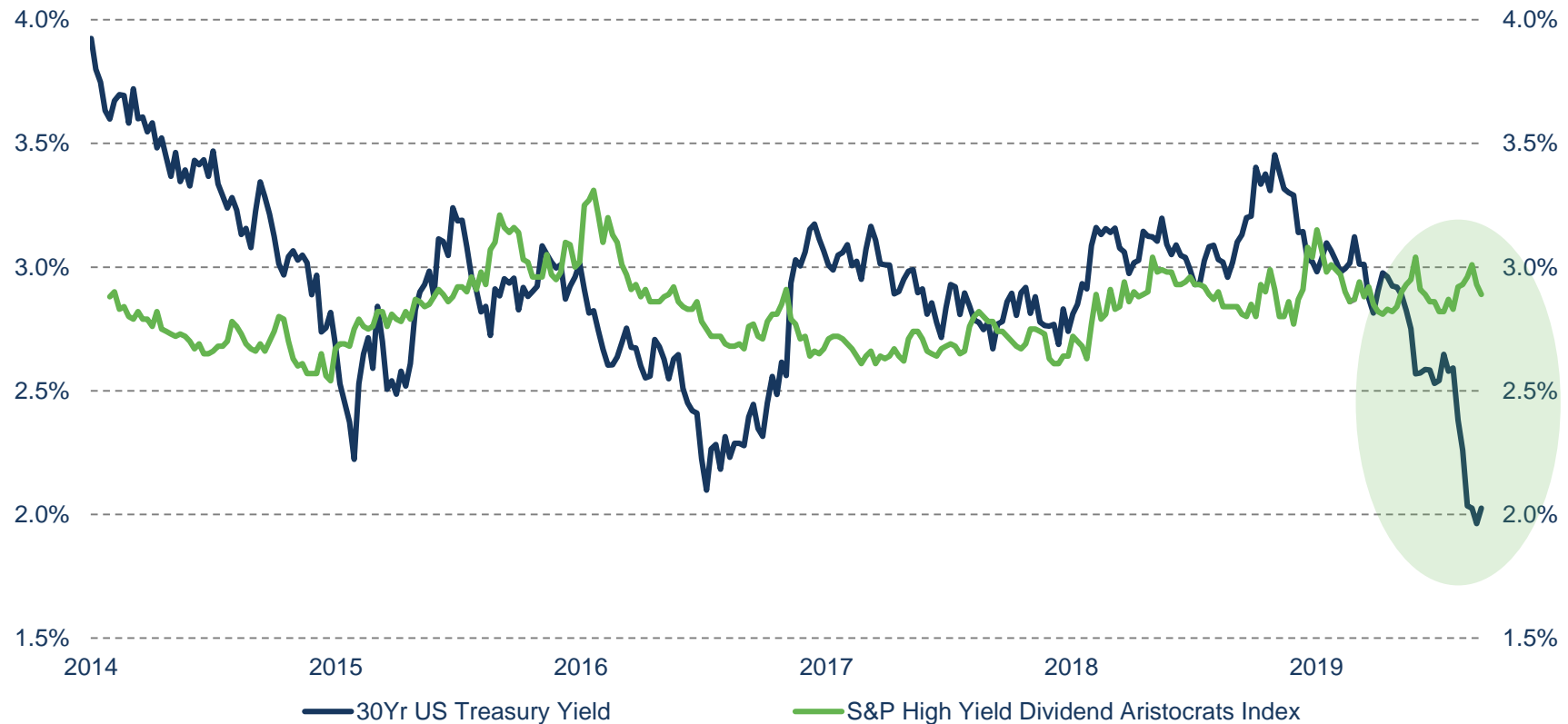
- La imagen tampoco es clara cuando se miran los indicadores adelantados, como las intenciones de los gerentes de compras. Aquí observamos un **desacoplamiento entre el sector manufacturero, que se desacelera bruscamente, y el sector de servicios que se mantiene relativamente fuerte**
- Dado que el sector de servicios representa el **70% de la economía** de los EE. UU., la pregunta es hasta qué punto puede haber un **contagio hacia el sector industrial**. El medio más obvio es a través del empleo y el consumo, pero hasta ahora no tenemos ninguna evidencia en esta dirección

Los efectos de la guerra comercial comienzan a notarse



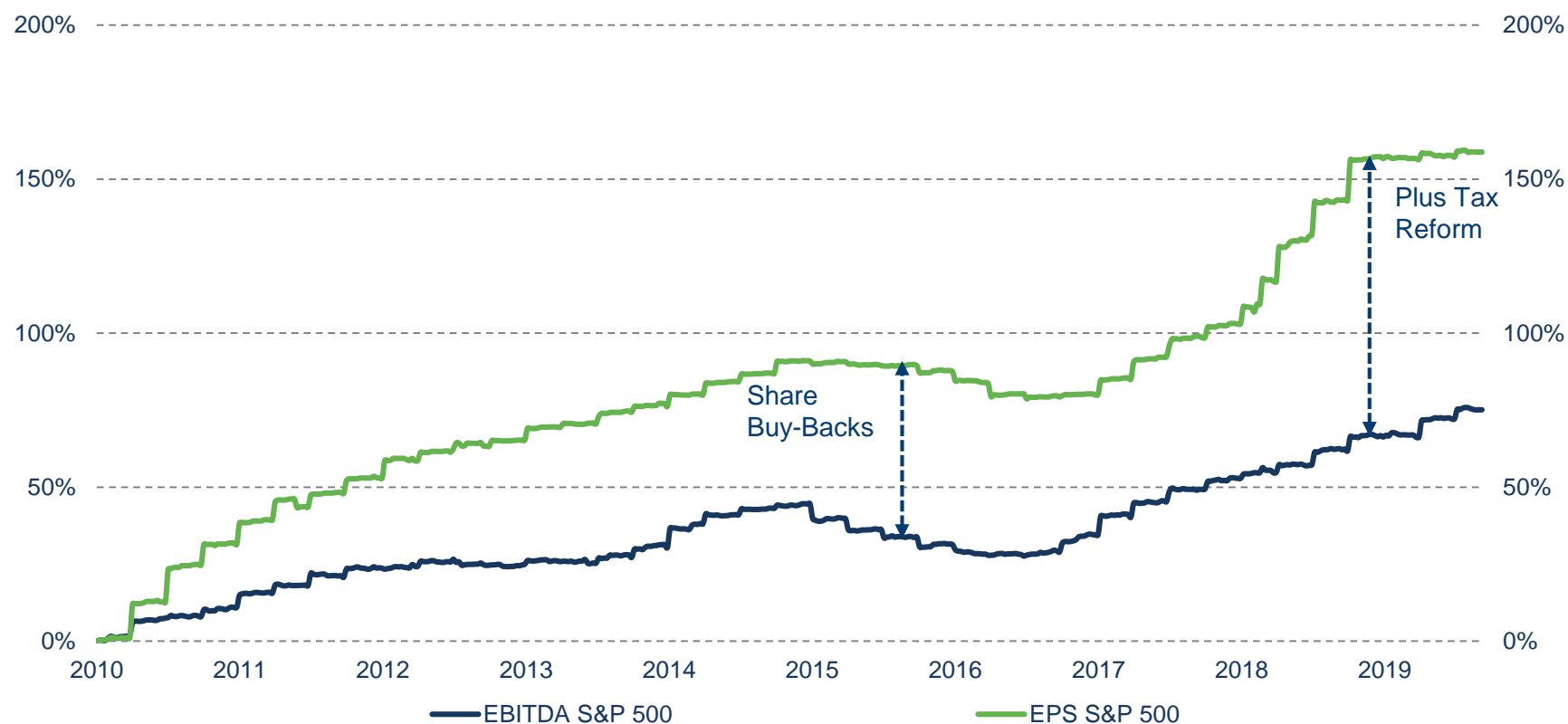
- El sector manufacturero está flaqueando debido a la **incertidumbre que rodea al cambio de régimen en el comercio mundial**, que la administración de los Estados Unidos está promoviendo
- De hecho, no solo las empresas están siendo cautelosas acerca de la producción y las inversiones, sino que **el volumen de comercio ya ha comenzado a disminuir**

¿Están las acciones muy baratas o los bonos muy caros?



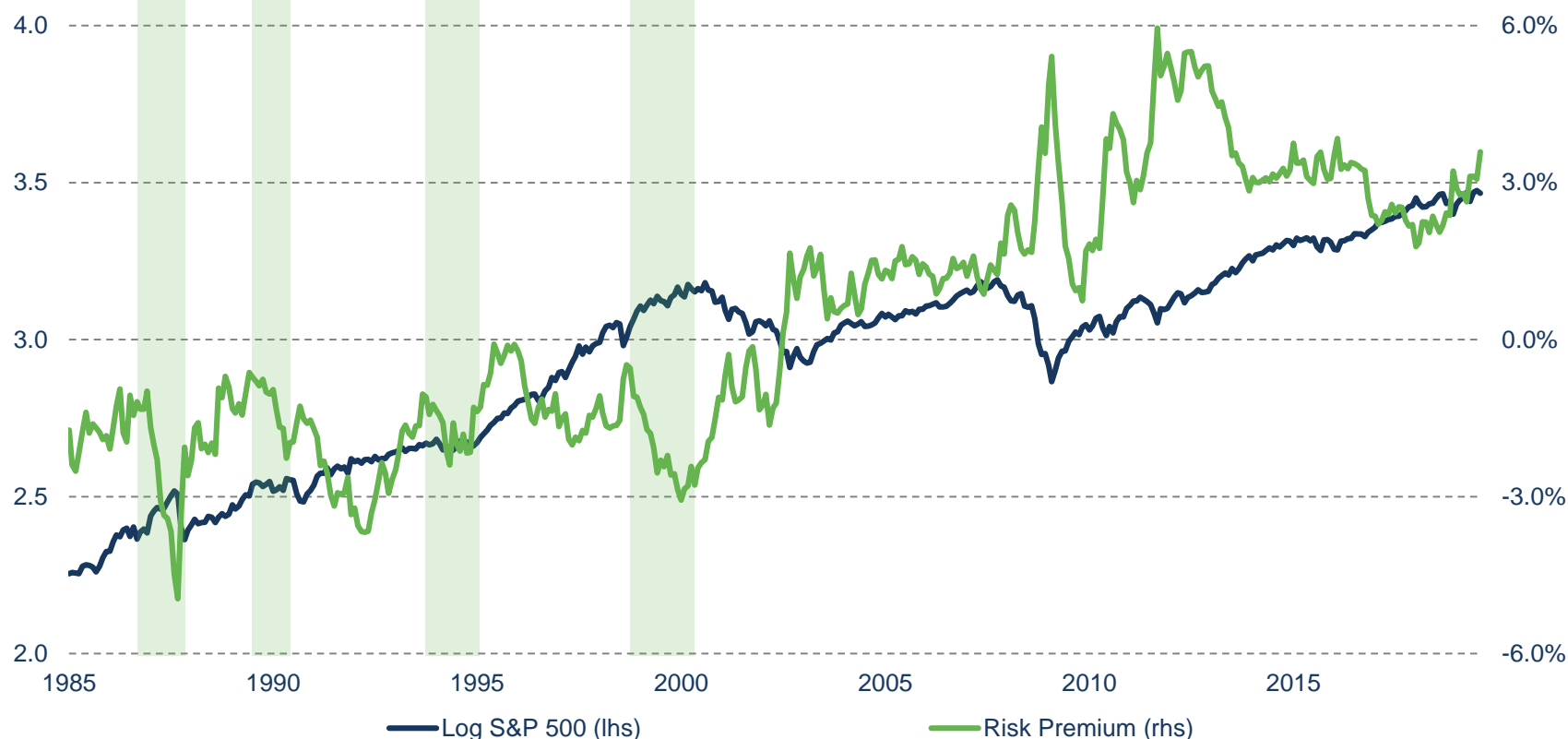
- El que uno crea la narrativa del "estancamiento secular" o la de la "recesión", tiene profundas **consecuencias para el posicionamiento de las carteras**
- La única forma de conciliar los extremadamente bajos rendimientos de los bonos a largo plazo, y los múltiplos en renta variable (altos pero relativamente contenidos) es mediante una combinación de los dos escenarios. **Pero si finalmente no tenemos recesión, los bonos están caros y la bolsa barata**

No hay recesión en los beneficios corporativos



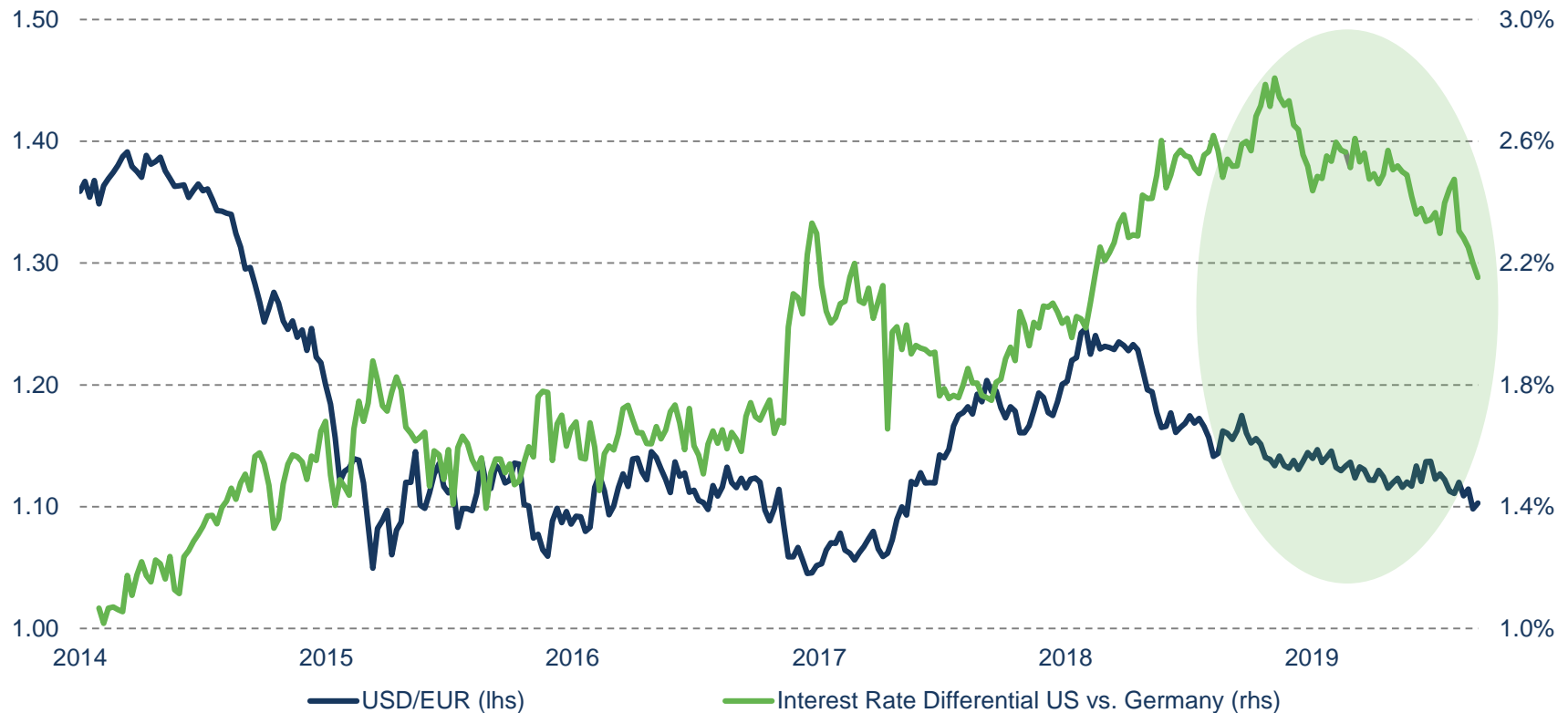
- Con la publicación de resultados del segundo trimestre finalizada, el S&P 500 en su conjunto ha experimentado **dos trimestres consecutivos de ganancias decrecientes**; aunque si excluimos el sector de energía, los beneficios habrían subido ligeramente
- Este mediocre desempeño está fuertemente **influenciado por el efecto base causado por la reforma fiscal**, la cual entró en vigencia en 2018. Sin embargo, si observamos la evolución del EBITDA, obtenemos una imagen más positiva

Las acciones están razonablemente bien valoradas



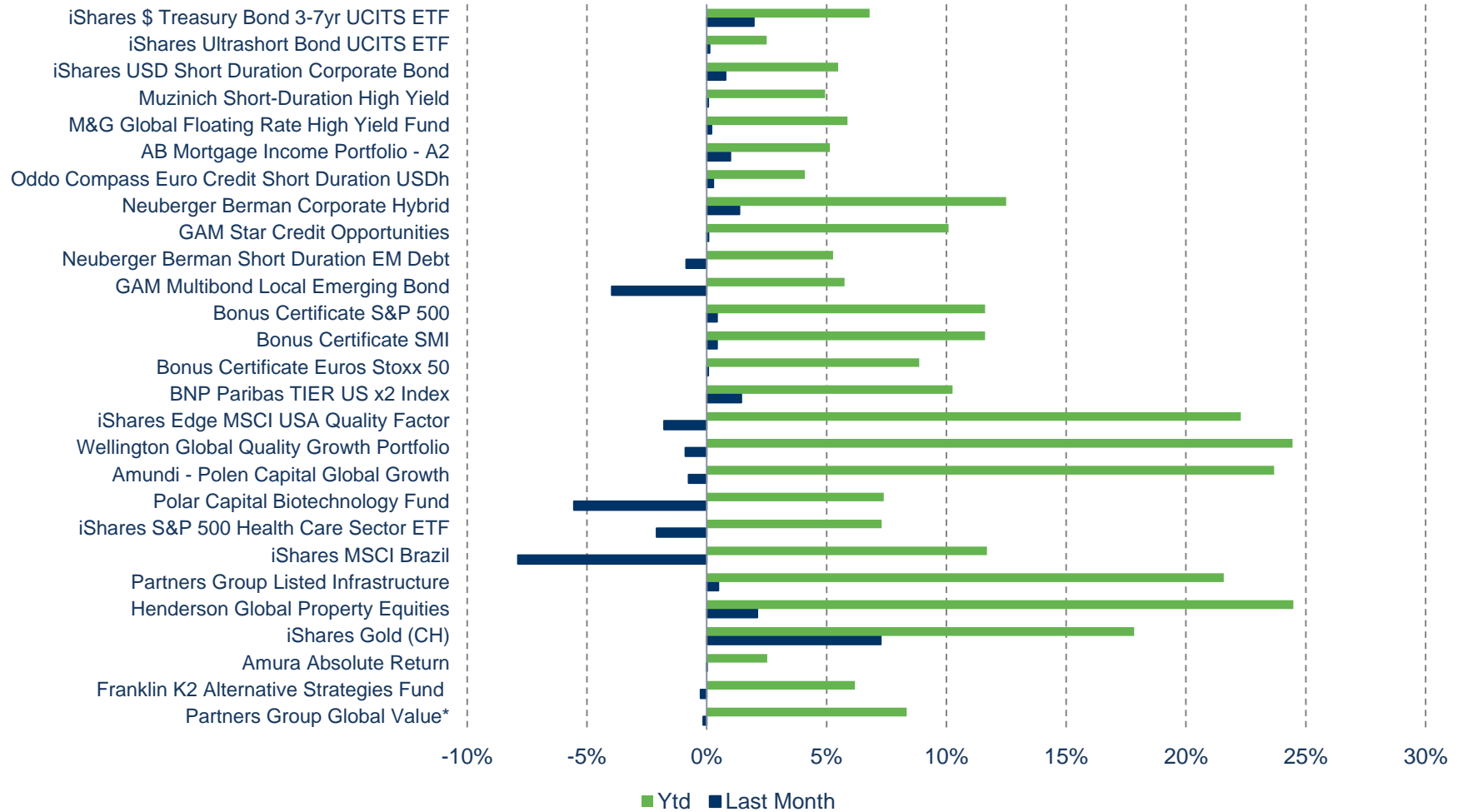
- A pesar de los relativamente altos múltiplos, **las valoraciones no muestran signos de «exuberancia irracional»**, ya que la prima de riesgo implícita se mantiene en un nivel muy saludable en comparación con su promedio histórico
- **En casi todas las correcciones importantes que ocurrieron en el pasado, la prima de riesgo se había ido deteriorando previamente a medida que los precios de las acciones alcanzaban nuevos máximos.** La excepción a la regla fue el crash del 2008, que no fue causado por altas valoraciones sino por un colapso financiero. Esto nos recuerda que los riesgos son muy difíciles de predecir y que nunca hay certeza en los mercados financieros

El dólar pierde algo de soporte



- La fuerte caída en los tipos de interés ha **reducido considerablemente el diferencial entre los Estados Unidos y el resto del mundo desarrollado**. Y aunque éste se mantiene todavía en un nivel relativamente elevado, lo cual apoya un dólar fuerte, su disminución le resta parte del soporte
- También es importante reconocer que **la Fed tiene mucho más margen de maniobra para reducir tipos que el BCE o el Banco de Japón**, lo que significa que hay más margen para que el diferencial se siga reduciendo, que lo contrario

Evolución de la cartera modelo



Fuente: Bloomberg a 2 de septiembre 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 continúa 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 las subidas de tipos 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 los bajos tipos serán un 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 bajos tipos 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 perderá algo de su fortaleza debido al estrechamiento de los diferenciales de tipos 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 | 40% | 40% | 20% |

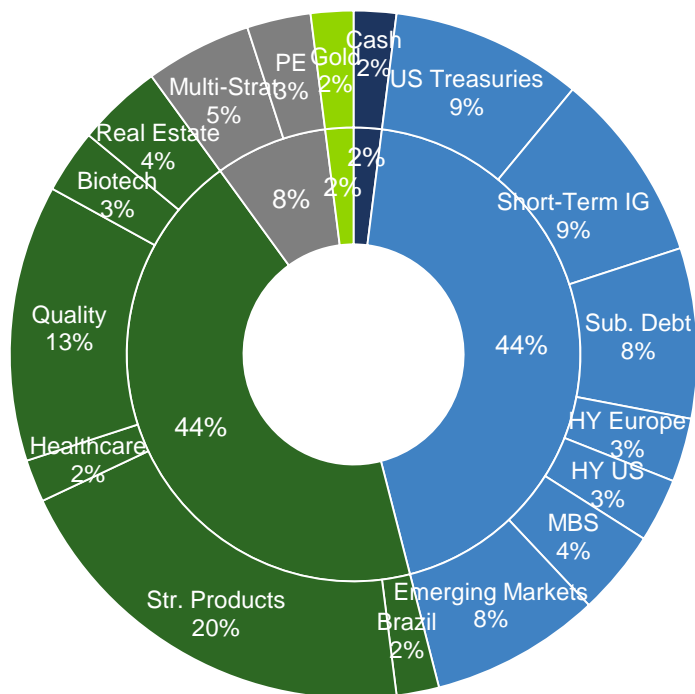
Catalizadores a corto plazo

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

Otros riesgos

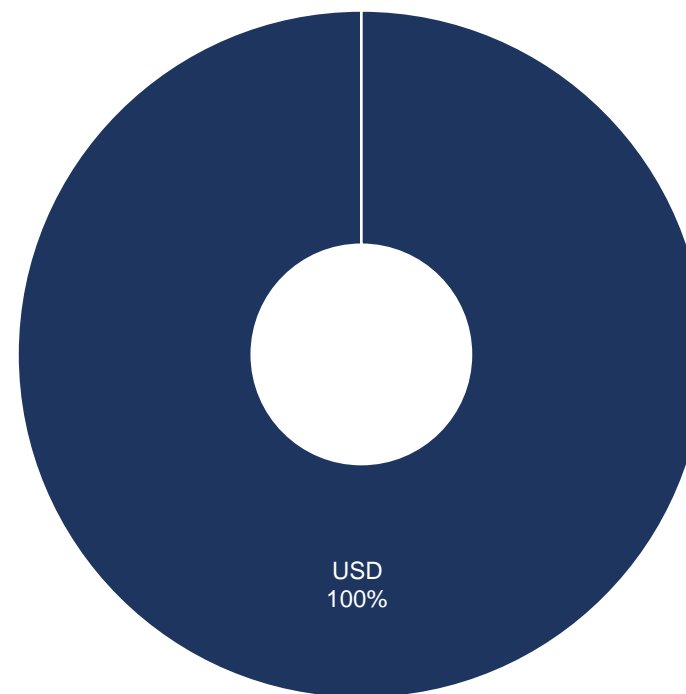
Guerra comercial, Brexit “duro”, proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo

Asignación activos

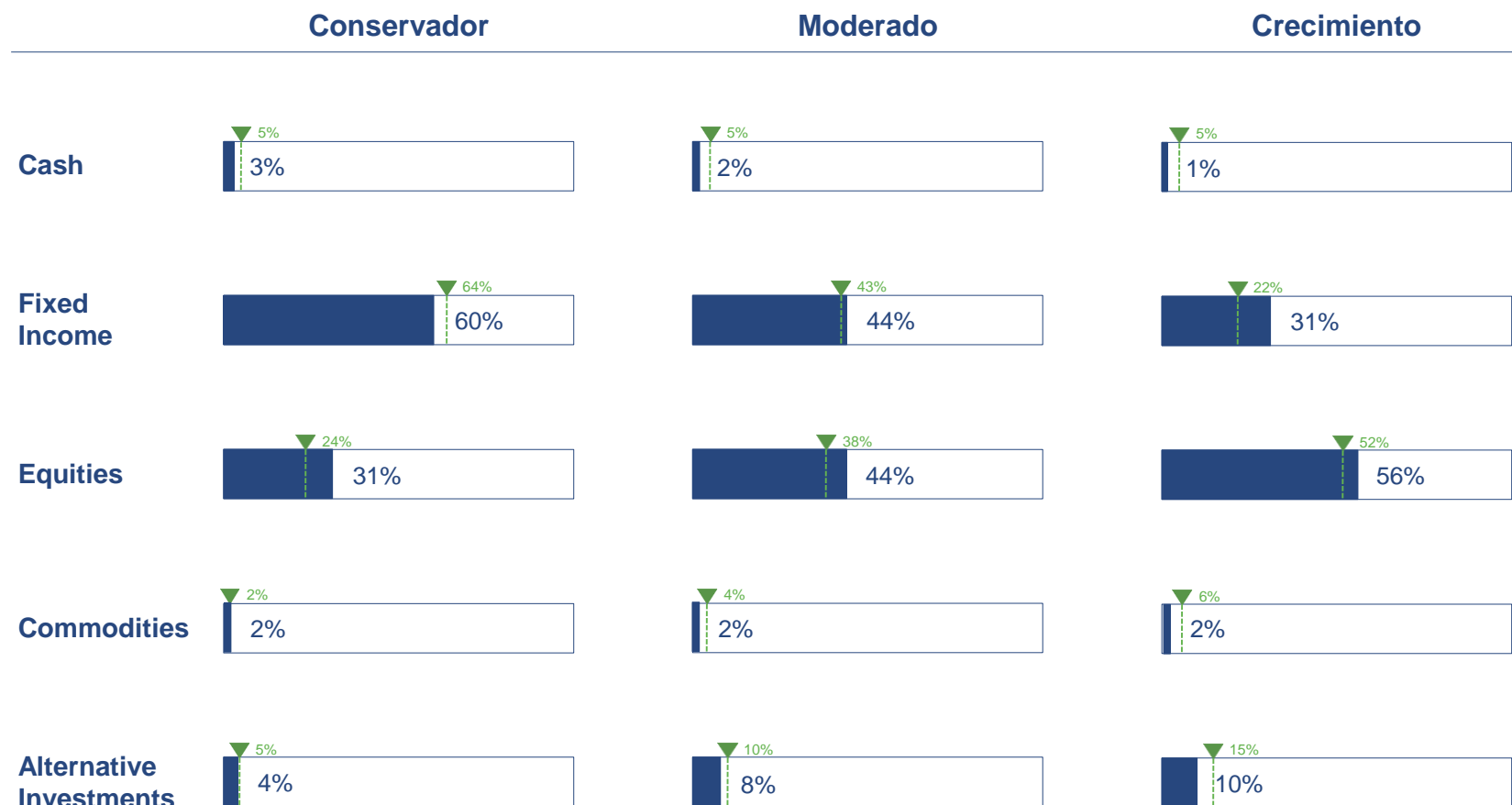


■ Cash
 ■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Commodities
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas

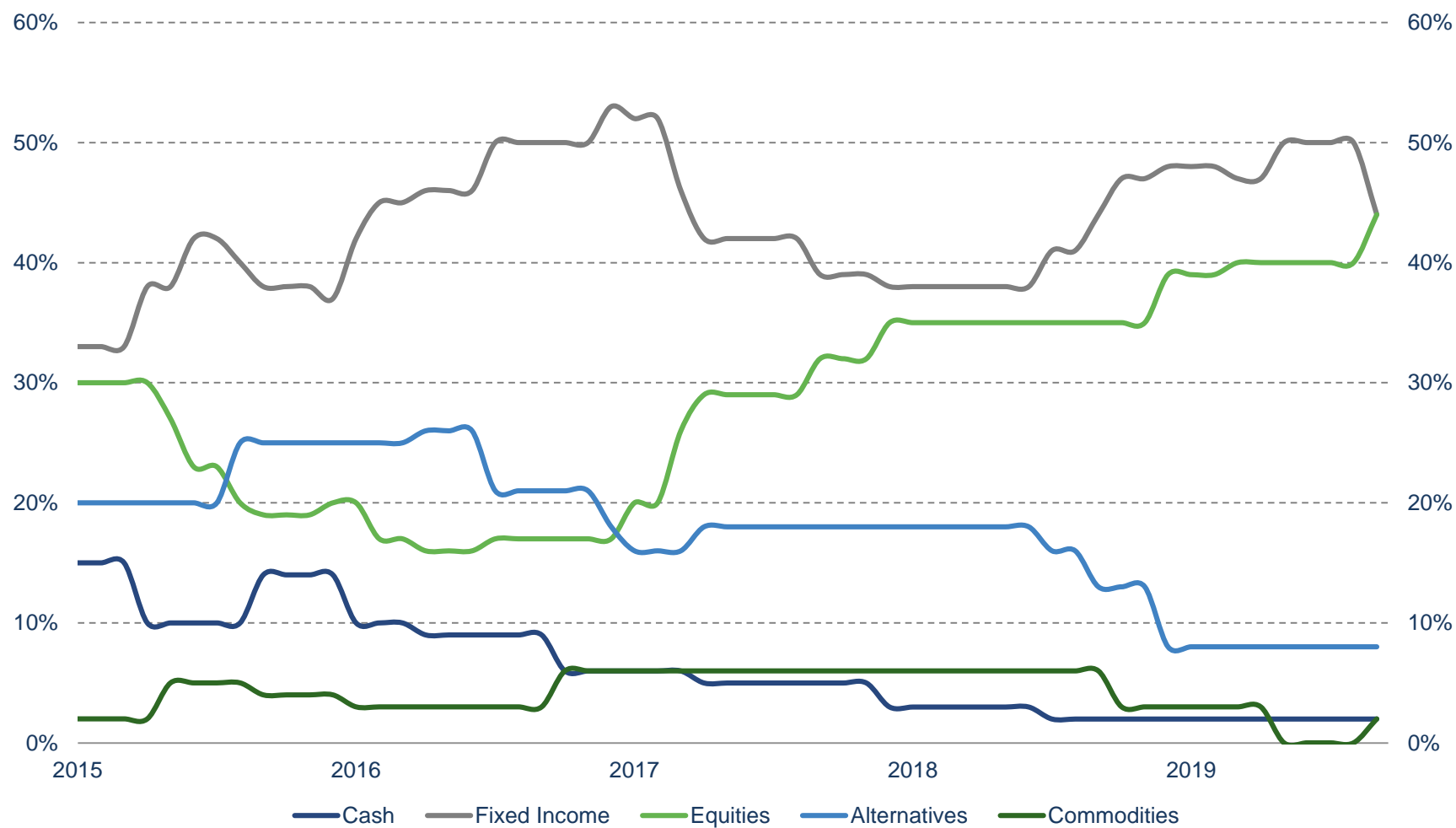


■ USD

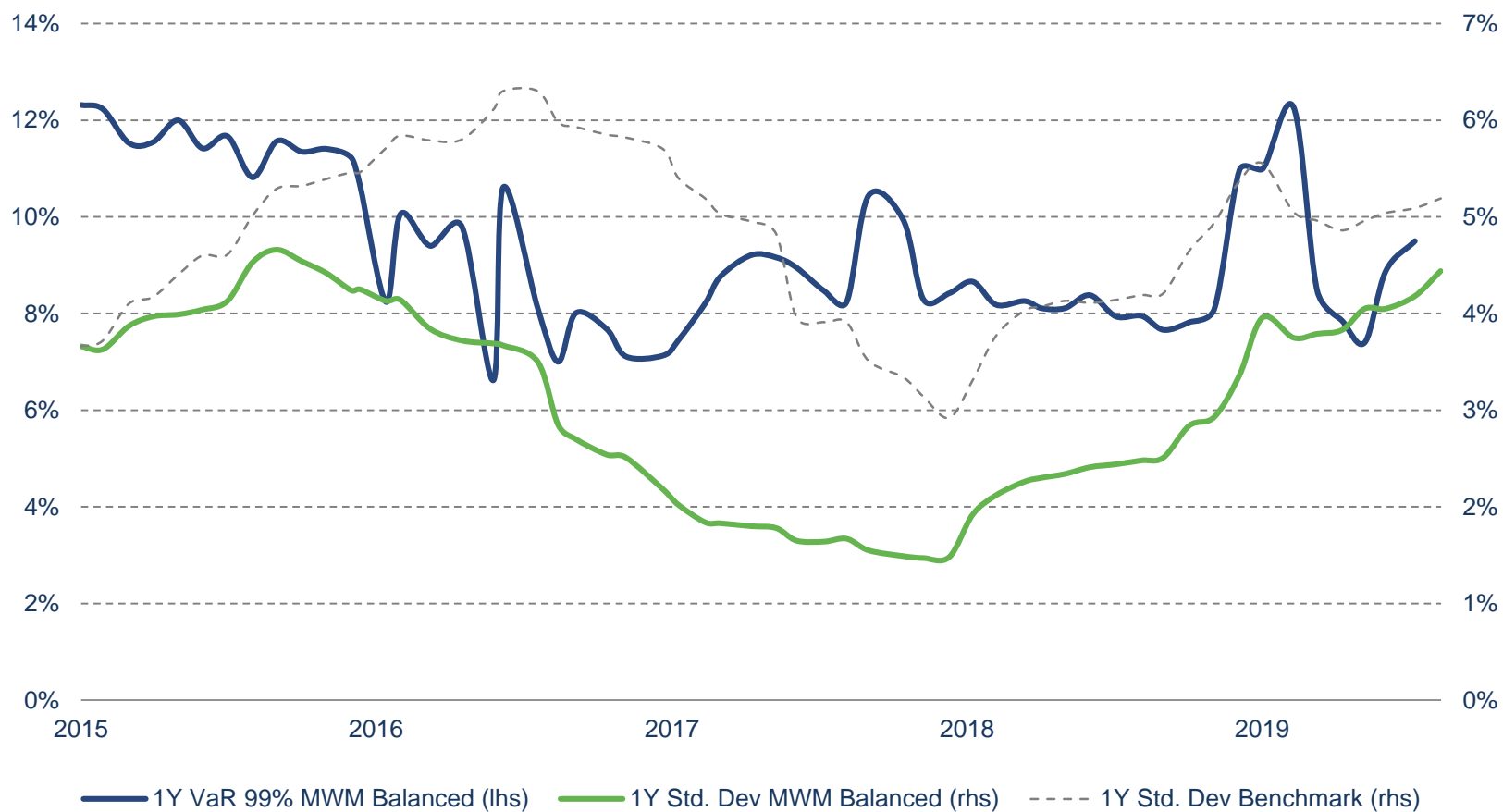


▼ Strategic Asset Allocation

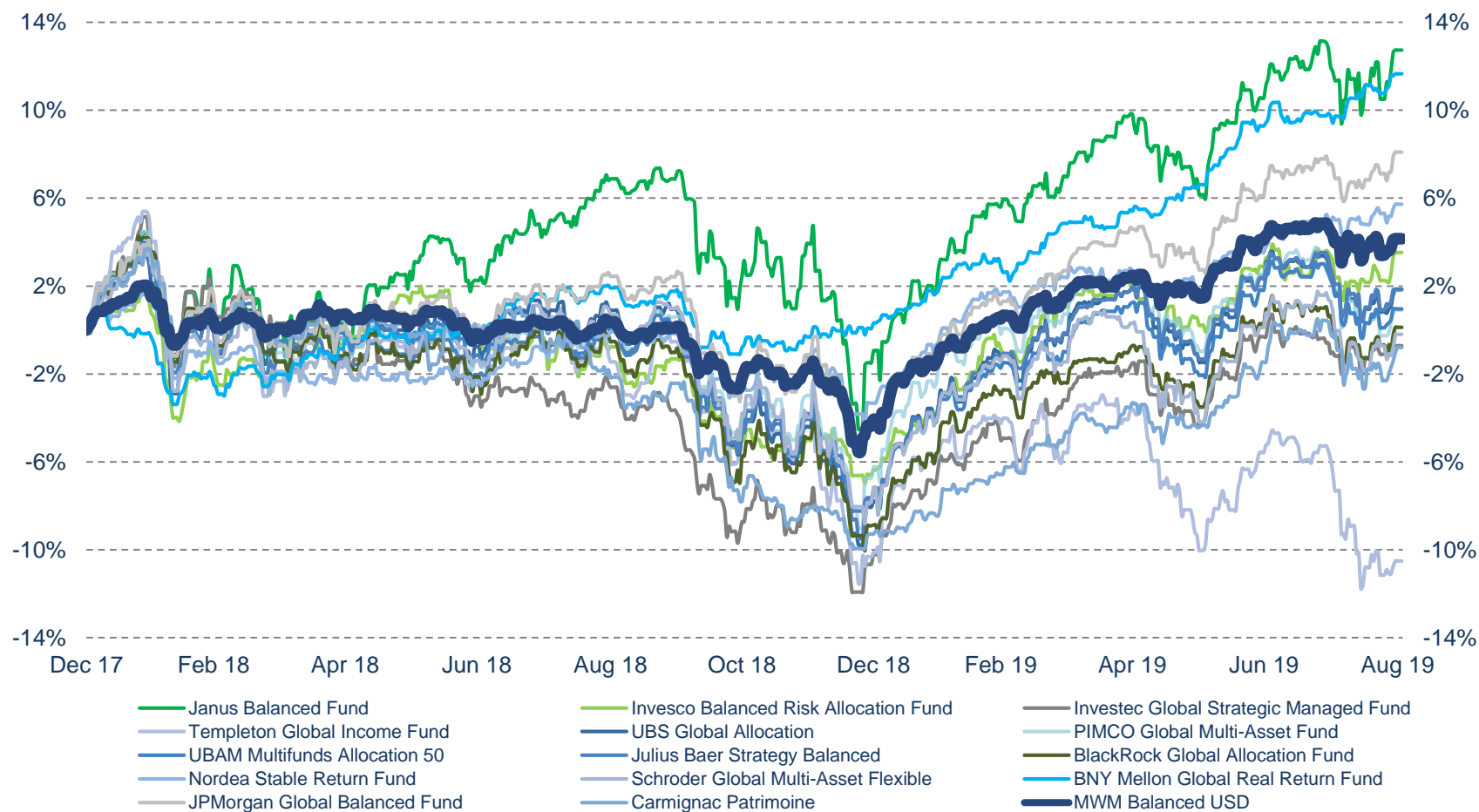
Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos



Portafolio Modelo MWM – Evolución VaR y volatilidad



Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta (en el año¹): 12º out of 15**
- **Desviación estándar (1 año¹): 1º de 15**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 2º de 15**
- **Sharp Ratio (1 año¹): 4º de 15**

¹ A 2 de septiembre de 2019
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año

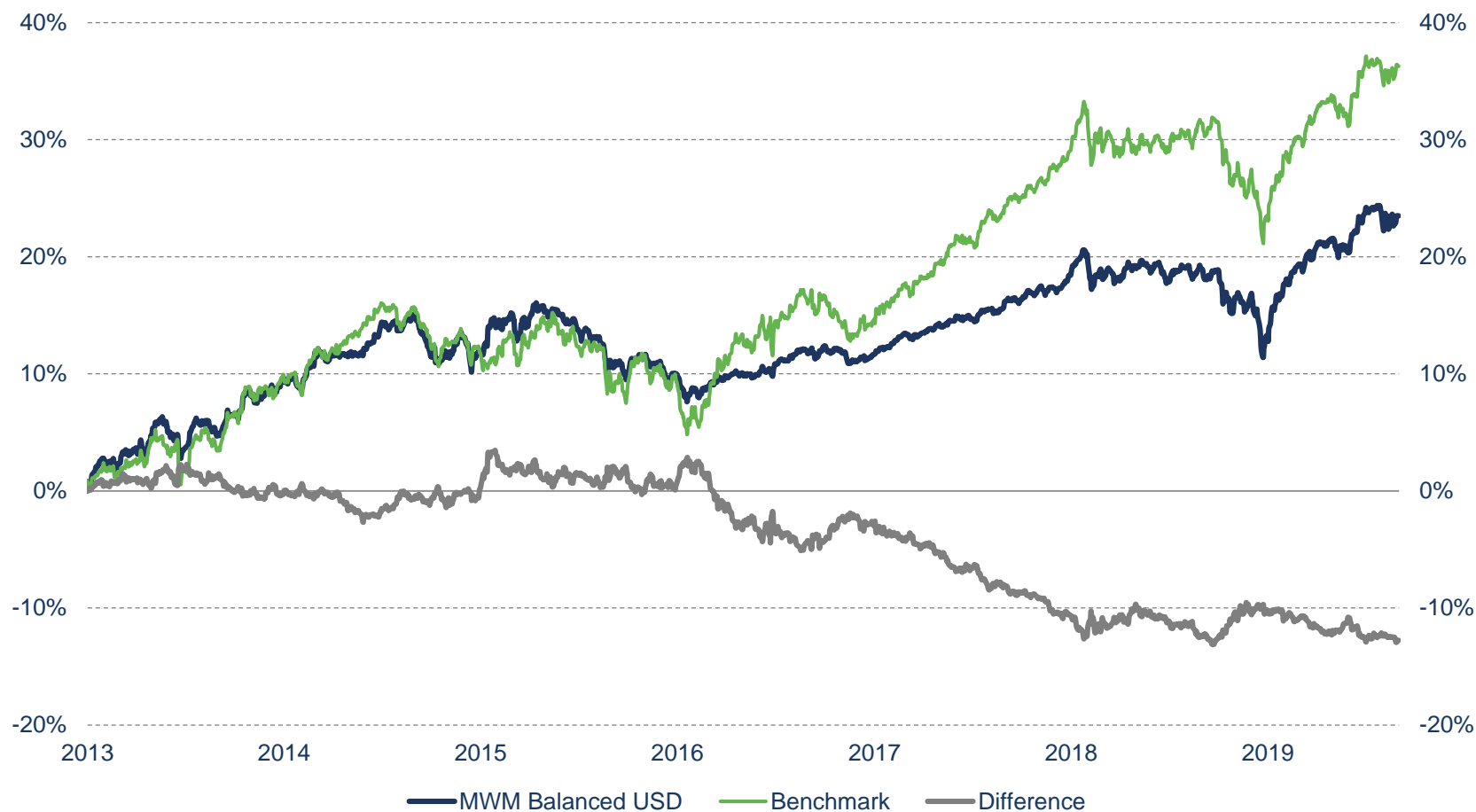


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **9.72%** vs. **11.28%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **4.07%** vs. **4.41%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **3.03%** vs. **3.08%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **3.03** vs. **3.34** Benchmark²

¹ A 2 de septiembre 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)

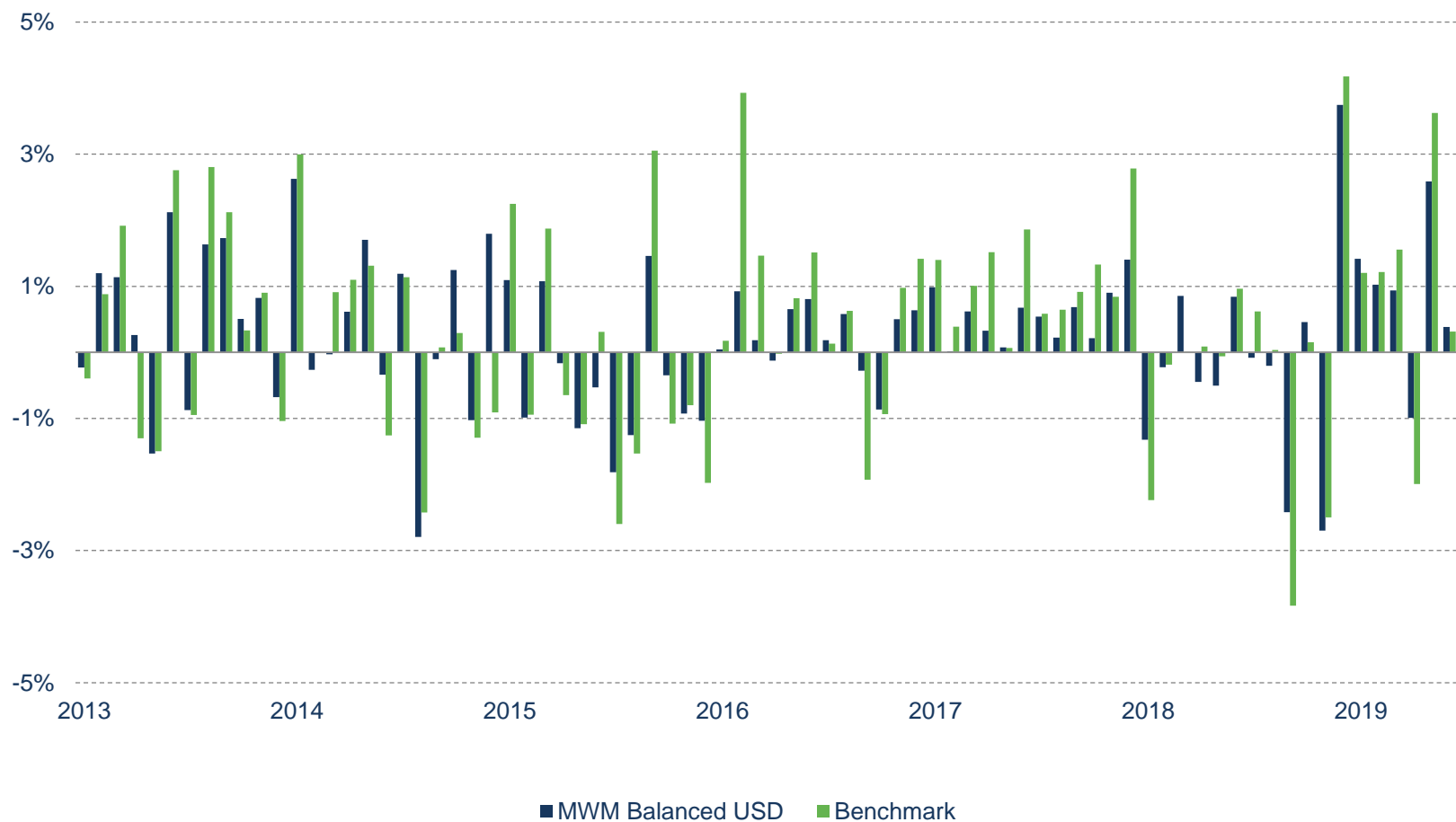


- Rentabilidad absoluta (1 año¹): **5.16%** vs. **5.22%** Benchmark²
- Rentabilidad absoluta (3 años¹): **10.93%** vs. **17.49%** Benchmark²
- Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): **23.50%** vs. **36.26%** Benchmark²

¹ A 2 de septiembre 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): 4.44% vs. 5.19% Benchmark²**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 3.31% vs. 3.71% Benchmark²**
- **Sharp Ratio (1 año¹): 0.67 vs. 0.59 Benchmark²**
- **Var 95% - 1day (1 año¹): -0.51% vs. -0.59% Benchmark²**

¹ A 2 de septiembre 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.