

Política de Inversión

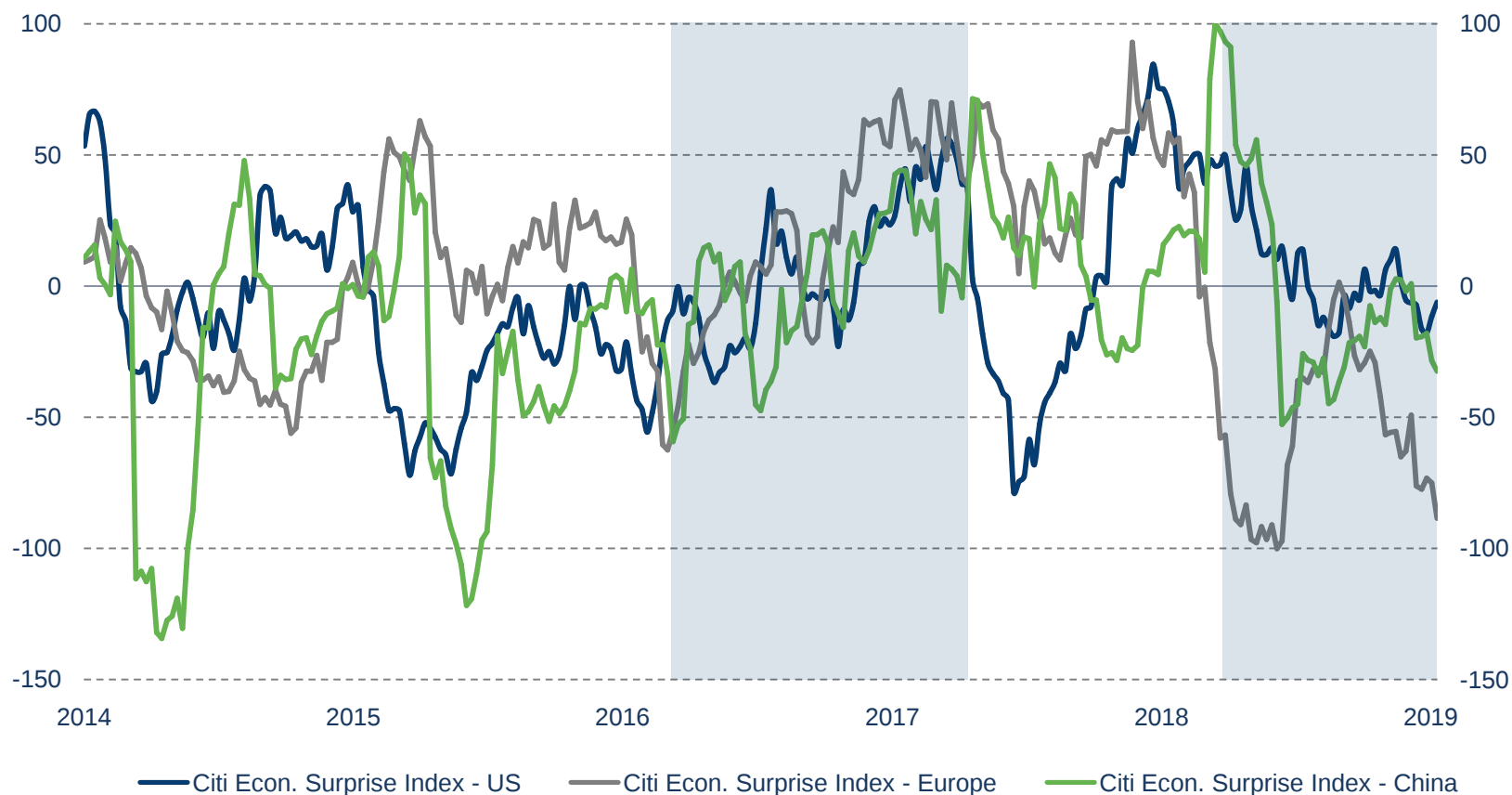
Enero 2019



- La **corrección experimentada durante el cuarto trimestre se aceleró drásticamente** durante las últimas sesiones de negociación del año. La caída alcanzó a todos los activos de riesgo, con solo los bonos del Tesoro de los EE.UU. beneficiándose de la “fuga hacia la calidad” por parte de los inversores. Contrariamente a otros eventos de súbita aversión al riesgos similares experimentados desde la crisis financiera, esta vez **no hubo un desencadenante obvio** para la venta masiva, más allá de algunos **errores de comunicación evidentes por parte de la Fed**
- Los **datos macroeconómicos han ido perdiendo fuerza**, pero tanto los indicadores de confianza como los “datos duros” están todavía lejos de acercarse a niveles que apunten a una contracción de la actividad económica. Esto hace muy difícil juzgar si estamos experimentando un **batch transitorio**, como los otros dos ya experimentado durante el presente ciclo, o si nos encontramos al **comienzo de una recesión**
- De hecho, la **inusual duración de la expansión actual**, que está a punto de convertirse en la más larga jamás registrada, está causando mucha **ansiedad en los inversores**, que temen que ésta esté a punto de llegar a su final. Este temor se ve agravado por los **recuerdos de las dos recesiones anteriores**, que fueron acompañadas por sendos desplomes bursátiles
- Sin embargo, es importante tener en cuenta que **las dos últimas crisis fueron altamente inusuales**, ya que fueron causadas por una caída en el mercado de valores y una crisis financiera respectivamente. La magnitud de la caída experimentada en ambos casos por el S&P 500 fue de en torno al -50%. Sin embargo, **en recesiones “normales”, los mercados de acciones han caído un -20%/-30%**, una cantidad similar a la sufrida desde el pico alcanzado en septiembre del año pasado
- A este respecto, la **inflación** probablemente será la **variable clave a observar**. Si los precios permanecen estables, es probable que la Reserva Federal haga una pausa para evaluar si la política monetaria se ha normalizado; ayudando de esta manera a extender el ciclo. Por otro lado, si la inflación se acelera, tanto los mercados de acciones como los de bonos pueden sufrir otra corrección desagradable teniendo en cuenta la brecha actual en las expectativas sobre la evolución de las tasas de interés

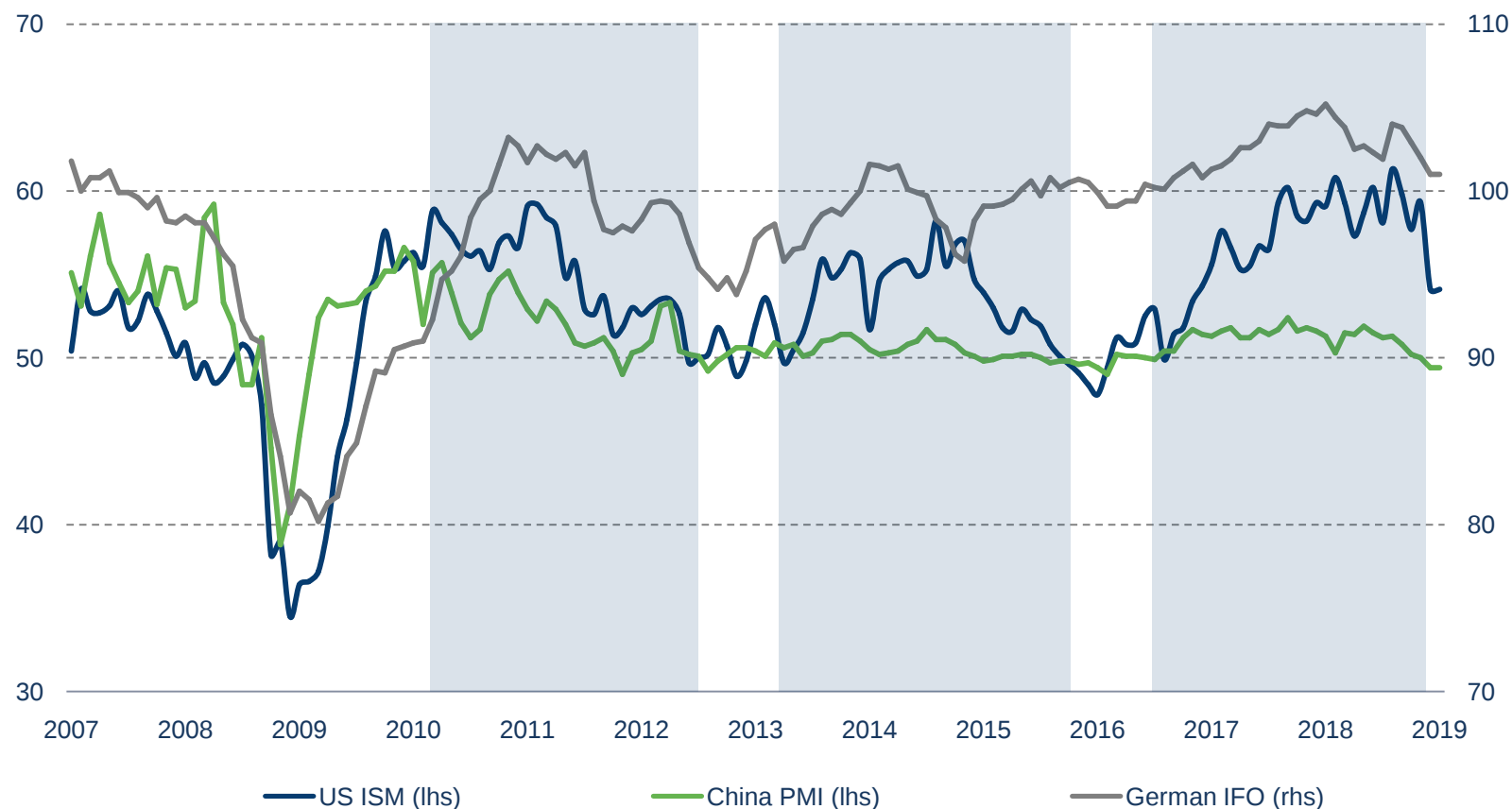
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Tesoros US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección contra una desaceleración del crecimiento, aunque esto es menos probable con el estímulo fiscal en los EE. UU., Mientras que los TIPS ofrecen protección contra el aumento de la inflación como 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 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 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 los mercados emergentes se han ajustado 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

Del crecimiento a la desaceleración sincronizada



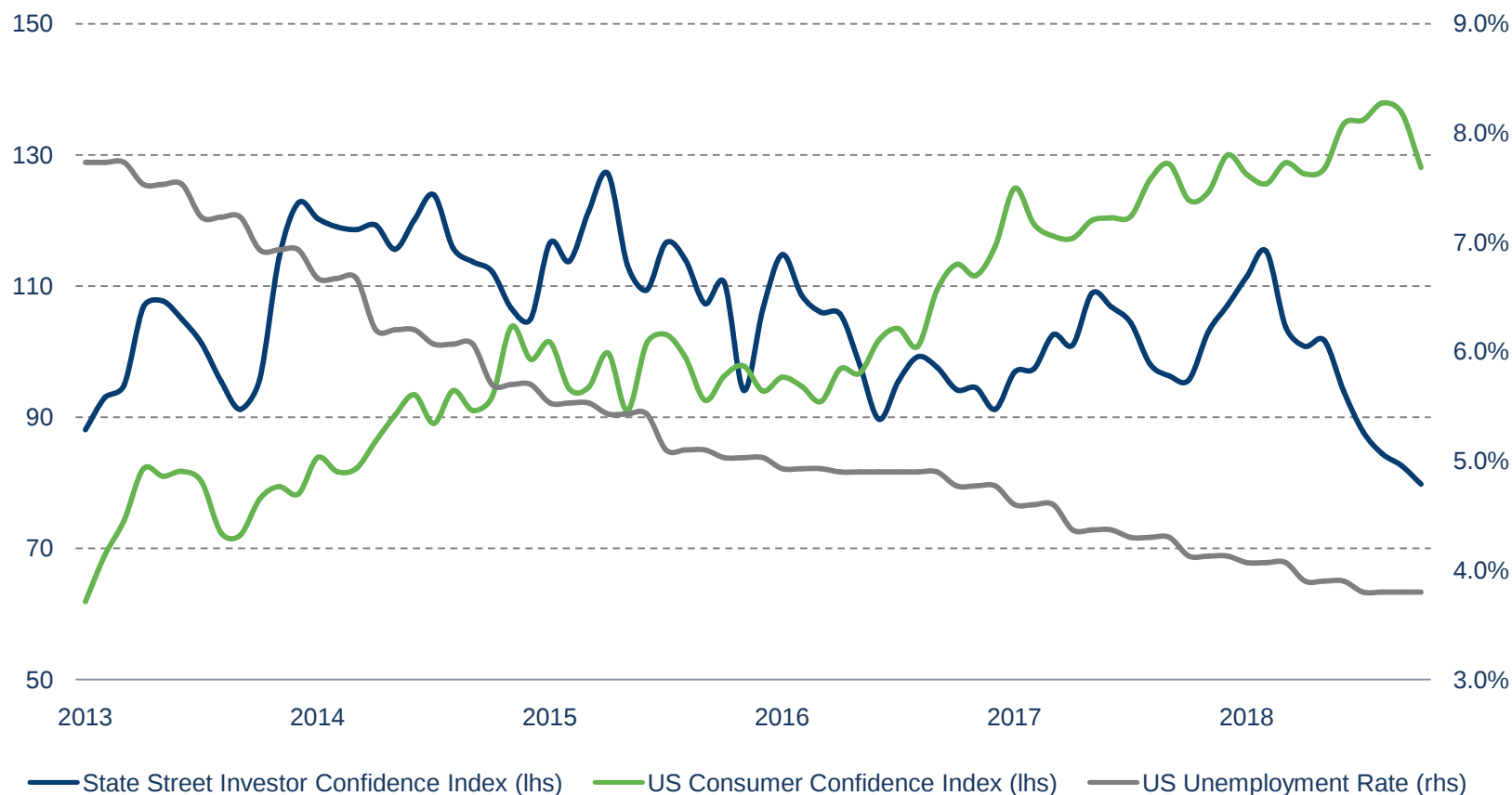
- Las preocupaciones acerca del crecimiento económico han sido principalmente motivadas por una **ralentización del impulso económico** en las principales economías. Mientras que durante 2016/17 experimentamos un **crecimiento sincronizado**, en 2018 hubo una **desaceleración sincronizada**
- La principal preocupación es que después del **impulso inducido por la reforma fiscal** en los EE.UU., su economía continuará perdiendo fuerza

Fin de ciclo, o mini-ciclo?



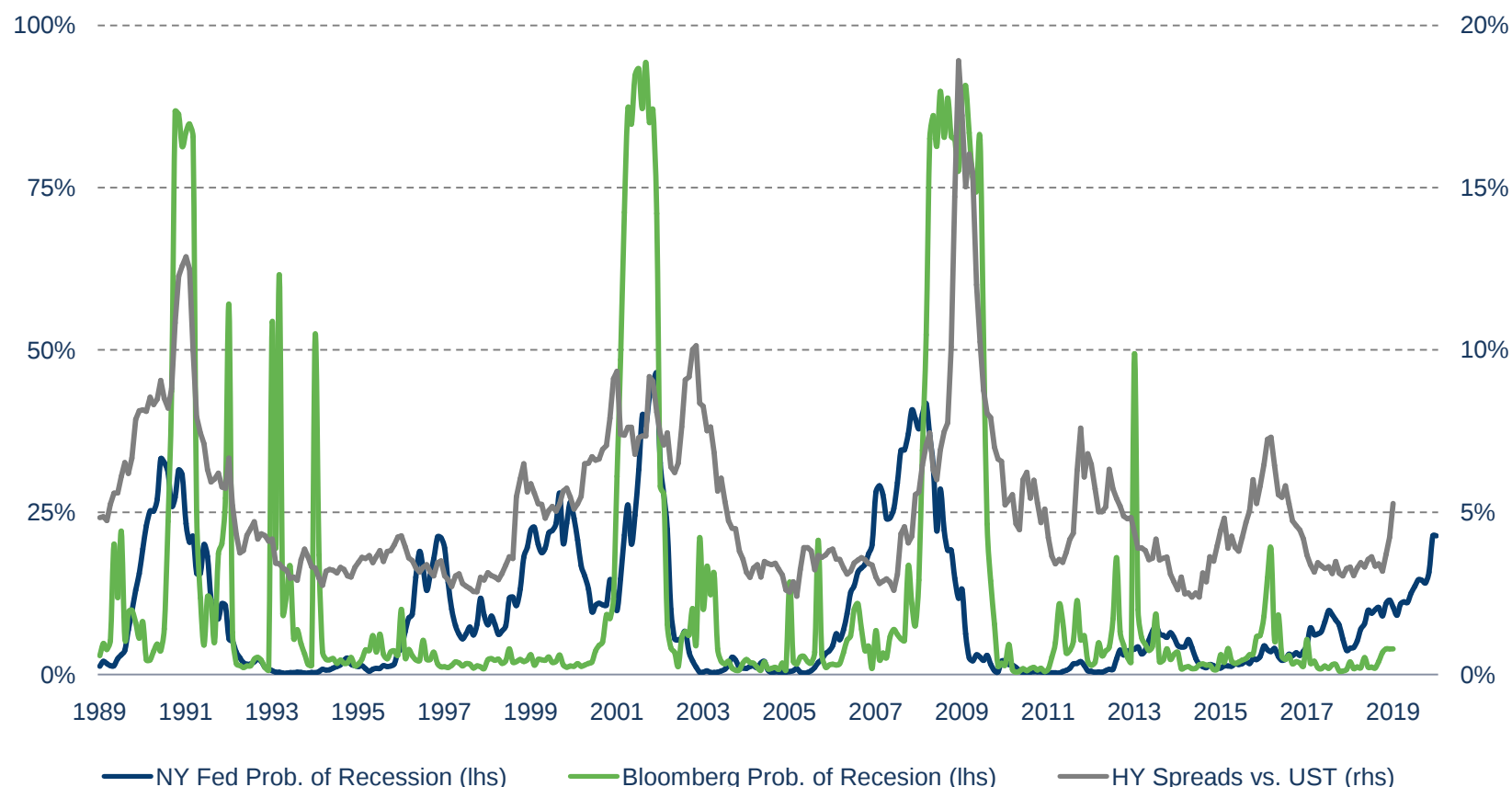
- Los temores del mercado se agravaron al final del año, ya que varios **indicadores adelantados acusaron un mercado cambio de tendencia**. Sin embargo, este desarrollo era de esperarse teniendo en cuenta que las correcciones del mercado se incluyen en las expectativas futuras (**Main Street cree que Wall Street sabe algo que ellos no saben**)
- Ya hemos experimentado **dos "mini-ciclos"** durante la presente expansión, causados respectivamente por la crisis de la deuda soberana y las preocupaciones sobre un aterrizaje duro en China

Datos “duros” vs. datos “blandos”

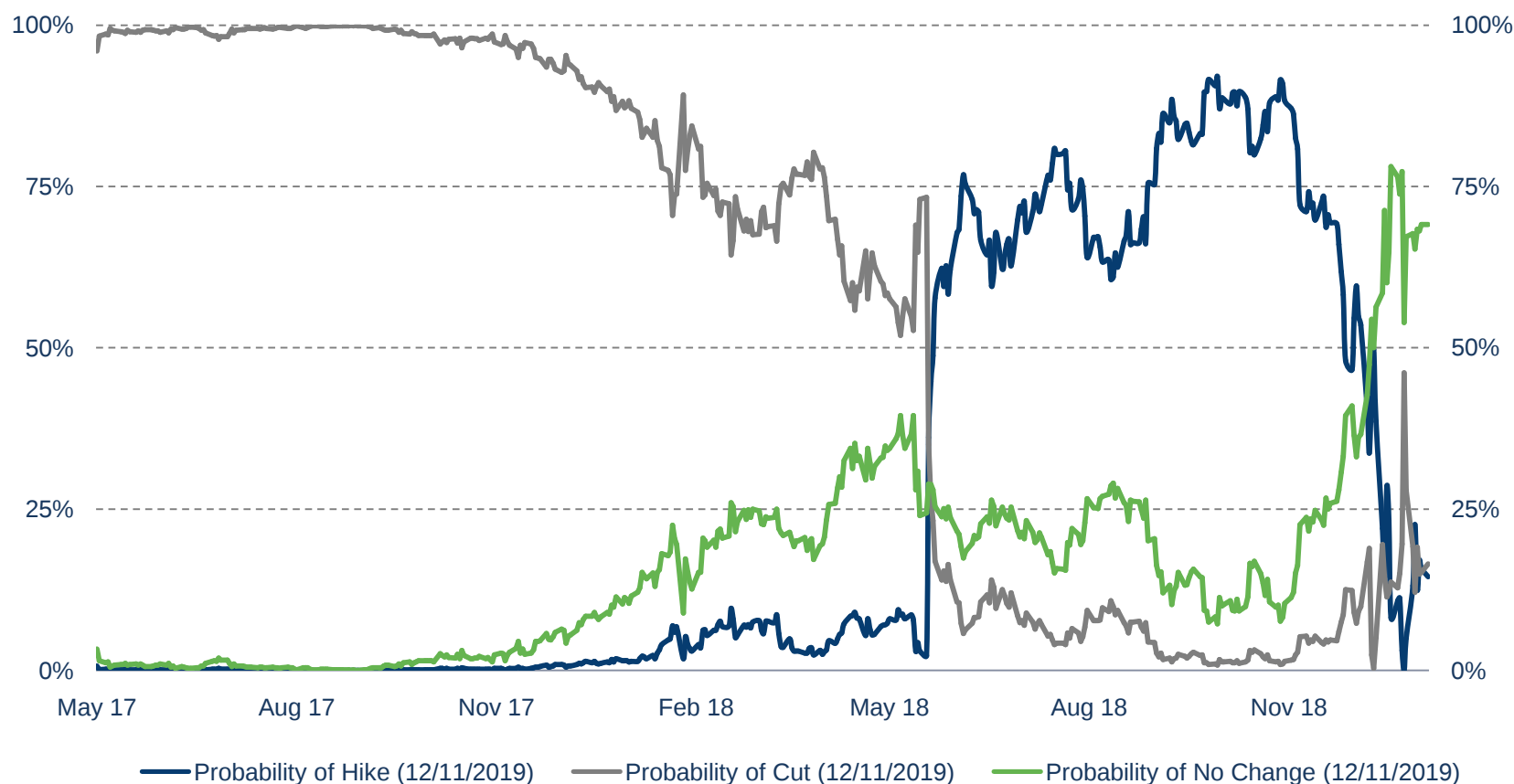


- Actualmente existe una **desconexión** entre los **"datos duros"** (el último informe laboral fue muy sólido) y los **"datos blandos"**, así como dentro de los propios indicadores de confianza
- Por lo tanto, creemos que es importante **mantener la calma y seguir de cerca la actividad económica futura**, particularmente porque el sentimiento del mercado es muy volátil y puede darse la vuelta rápidamente

La probabilidad de recesión sigue siendo baja

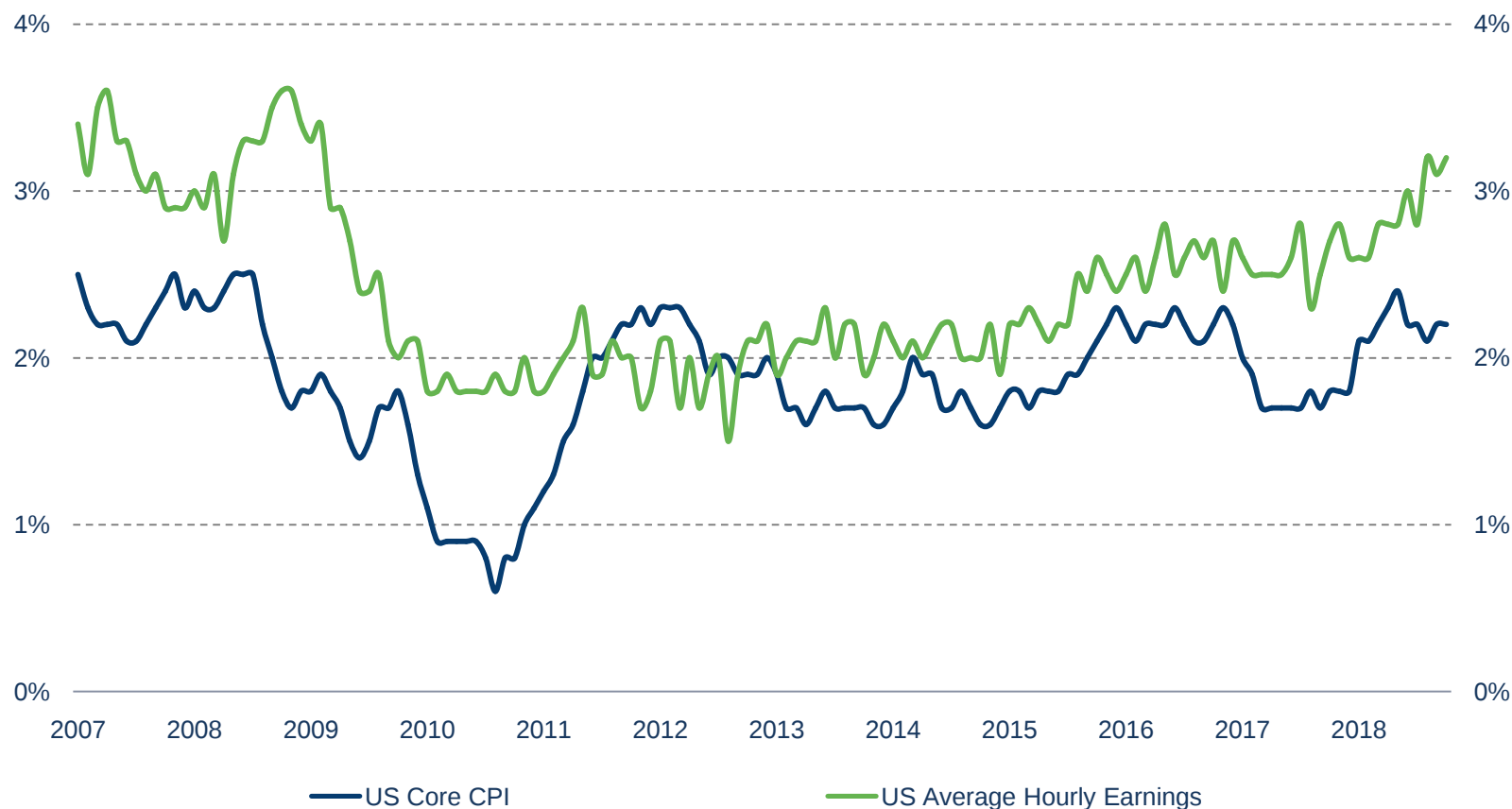


- La probabilidad de recesión sigue siendo baja según distintos indicadores. El mercado está fijado con el **modelo de la Fed de Nueva York**, que se basa en la **pendiente de la curva**. Sin embargo, otros **modelos más exhaustivos** (por ejemplo, Bloomberg, St. Louis Fed) todavía indican baja probabilidad de sufrir una recesión inminente
- Es importante tener en cuenta que todos estos modelos tienden a presentar **giros muy bruscos**, ya que las recesiones suelen desarrollarse rápidamente. En nuestra opinión, un mejor indicador es el **diferencial de los bonos de alto rendimiento**, el cual tiende a reaccionar de una manera más progresiva



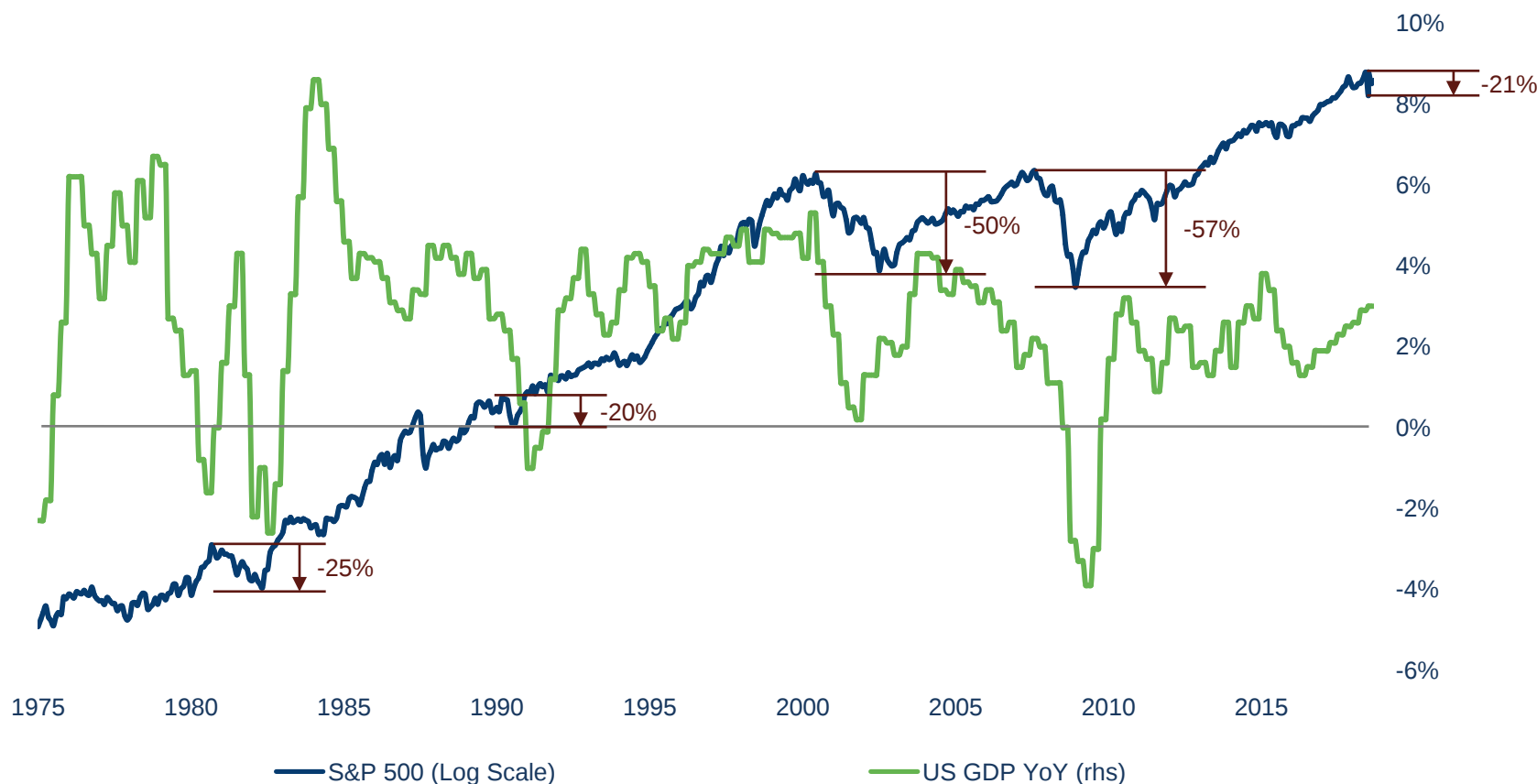
- Podría decirse que Jerome Powell ha cometido un par de **errores de novato** en los últimos meses. Primero, ignorando los temores del mercado acerca de una posible desaceleración, mostrando a una **Fed en piloto automático** y con amplio margen para normalizar tipos, para recular después, y declarar que la **Fed no tiene un camino predeterminado**
- Esto ha provocado una vez más una **gran discrepancia entre las expectativas del mercado y los llamados "puntos de la Fed"**. Actualmente, la probabilidad implícita de un alza en los tipos de interés durante este año es tan solo del 14%

La inflación mantiene vivo el escenario de los “goldilocks”



- La variable clave será la inflación. Si a pesar de que la economía funciona a plena capacidad y el desempleo esté casi en mínimos históricos, la **inflación continúa comportándose bien**, la Fed tendrá pruebas más firmes de que las **tasas de interés están cerca de su nivel neutral**
- Por contra, **si la inflación se acelera**, tanto los mercados de acciones como los de bonos, pueden sufrir otra **desagradable corrección**; teniendo en consideración la **brecha actual en las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés**

¿Sobrerreacción del mercado?



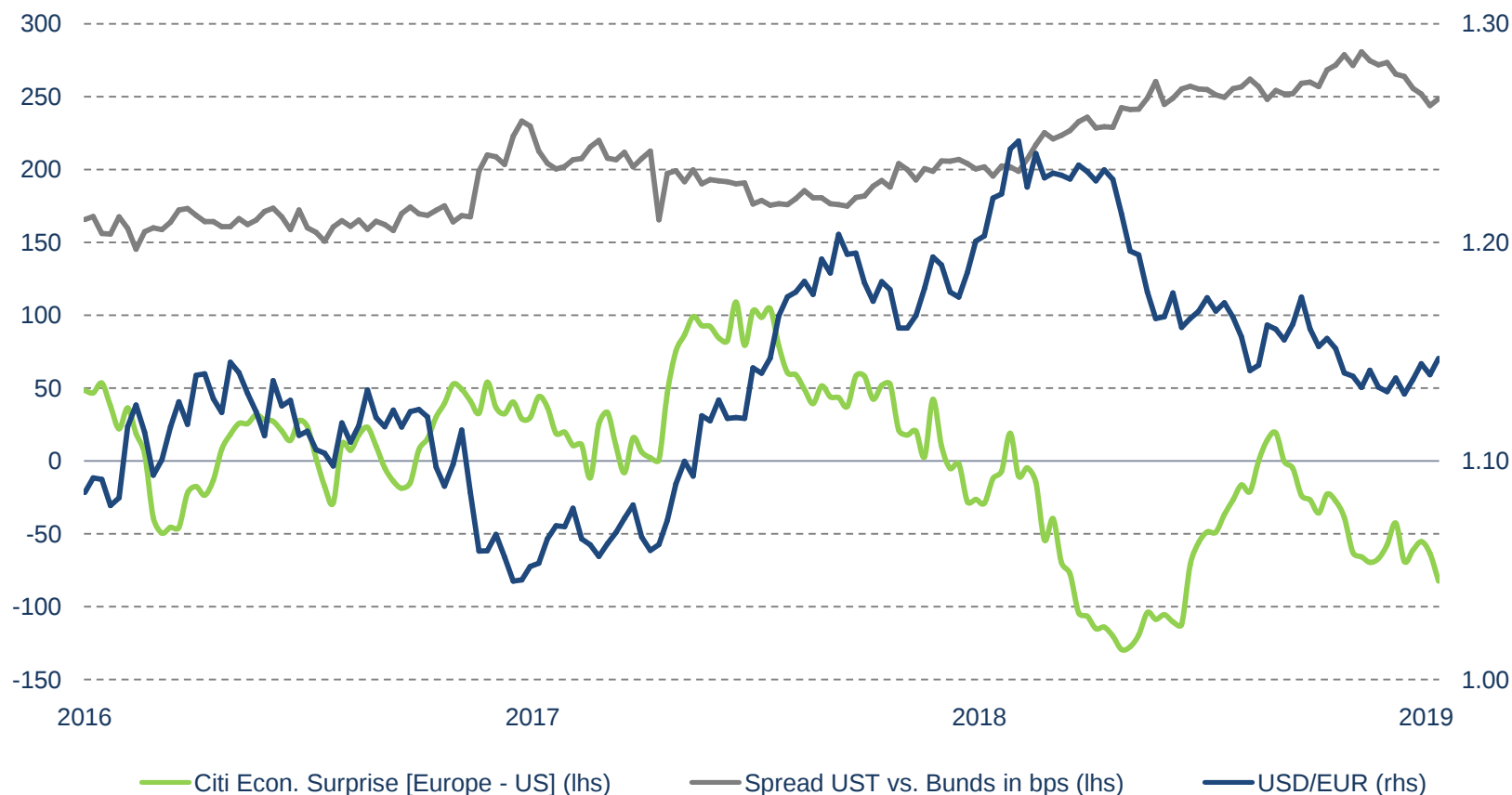
- Las dos **últimas recesiones están marcadas a fuego en la mente de los inversores**. Sin embargo, las dos últimas crisis fueron **altamente inusuales**, ya que éstas fueron causadas por un crash bursátil y una crisis financiera
- En ambos casos, la magnitud de la caída asociada en el S&P 500 de en torno al -50%. Sin embargo, en **recesiones "normales"**, las bolsas han caído en torno al -20%/- 30%, un porcentaje **similar a la experimentada desde el pico de septiembre del año pasado**

Adquirir coberturas antes de que sea demasiado tarde



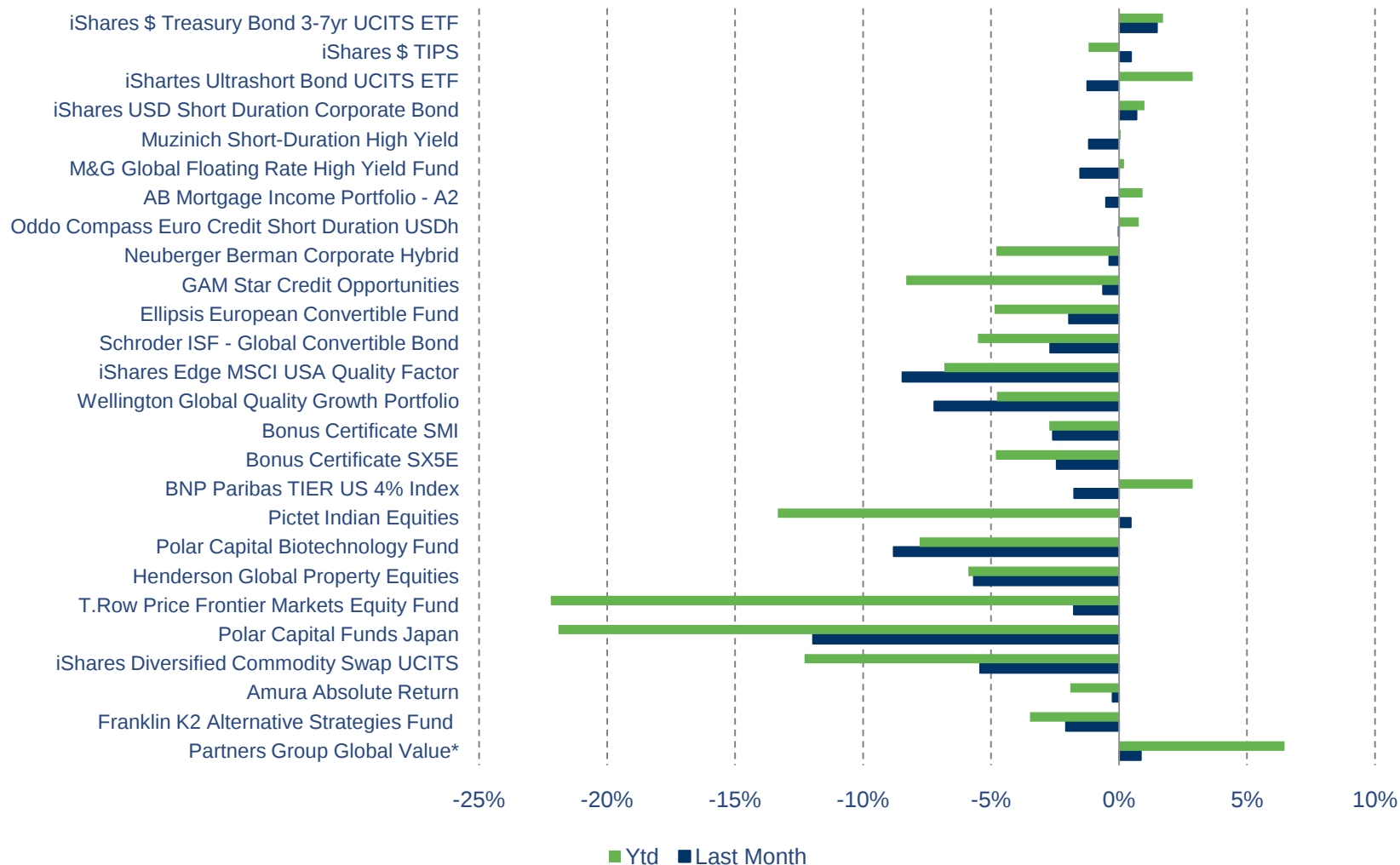
- Si bien seguimos recomendando **mantener la exposición a la renta variable**, el entorno de fin de ciclo en el que nos encontramos continúa justificando un **posicionamiento conservador en las carteras**
- Por lo tanto, recomendamos **utilizar instrumentos de cobertura** que nos ayuden a mitigar potenciales desaceleraciones del mercado

Un dólar fuerte a pesar de la desaceleración



- Las monedas son un juego de valor relativo. Dado **que la desaceleración económica ha sido más pronunciada en Europa** que en EE.UU., el apoyo al dólar se mantiene intacto
- Los **diferenciales de tipos de interés se han estrechado** debido a que los rendimientos de los bonos del Tesoro cayeron recientemente, pero **no vemos que el BCE pueda subir tipos en 2019**, y esperamos que las tasas de interés en Europa sigan siendo muy bajas

Evolución de la cartera modelo



	Escenario 1 Recesión por accidente	Escenario 2 Goldilocks	Escenario 3 Nuevo régimen
Causas	- 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	- 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) - La Fed continuará su camino de normalización	- 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	- 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	- 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	- 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	45% (+5%)	30%	25% (-5%)

Catalizadores a corto plazo

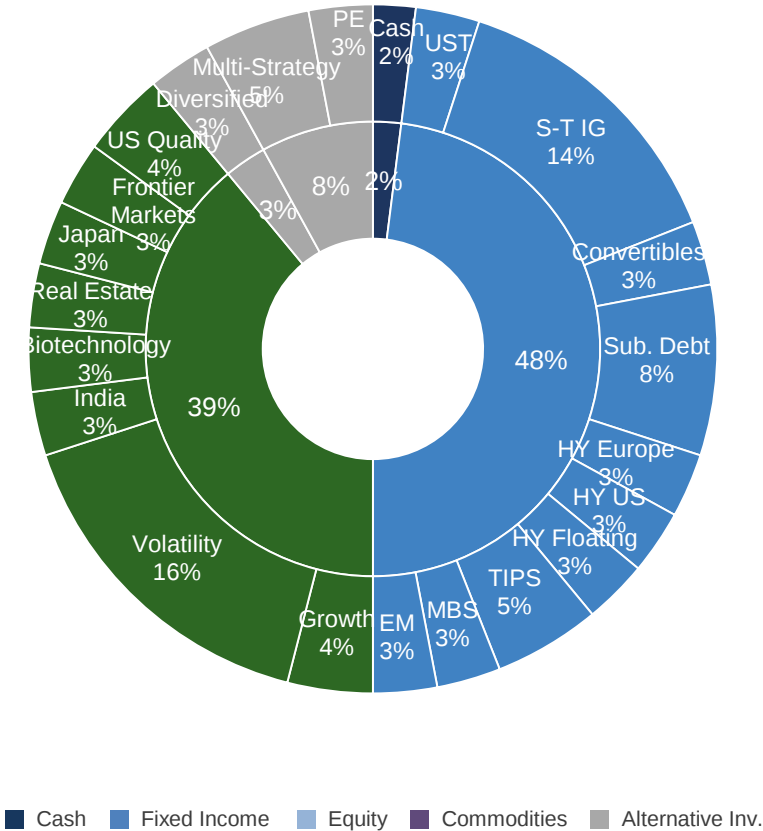
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas

Otros riesgos

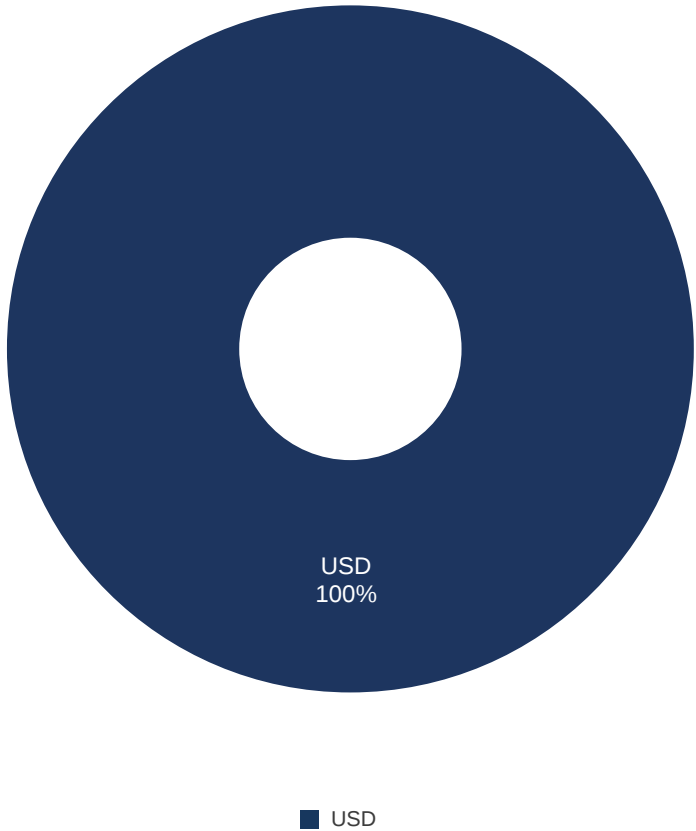
Guerra comercial, proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo

Portafolio Modelo Moderado MWM (USD)

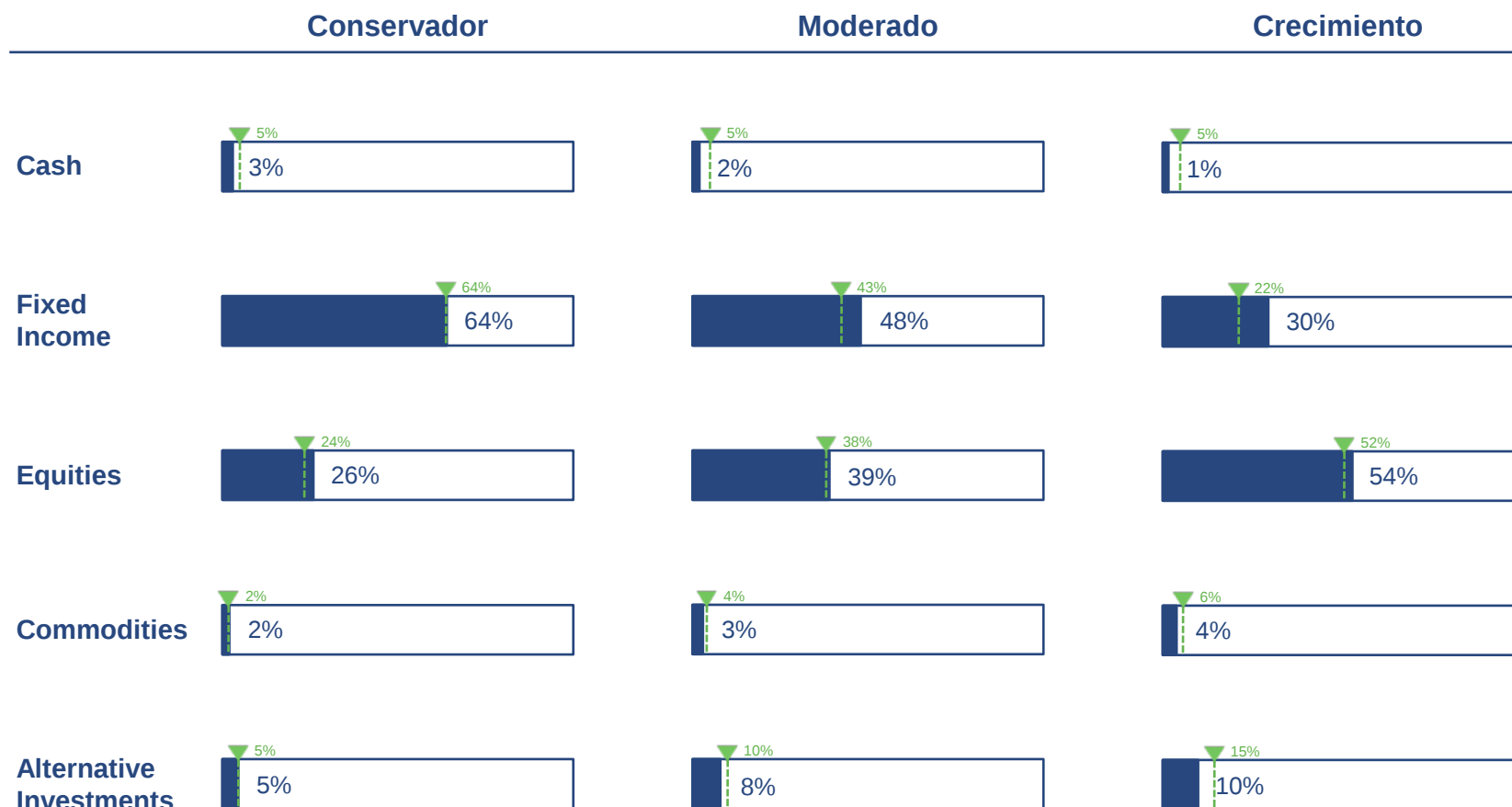
Asignación activos



Asignación divisas

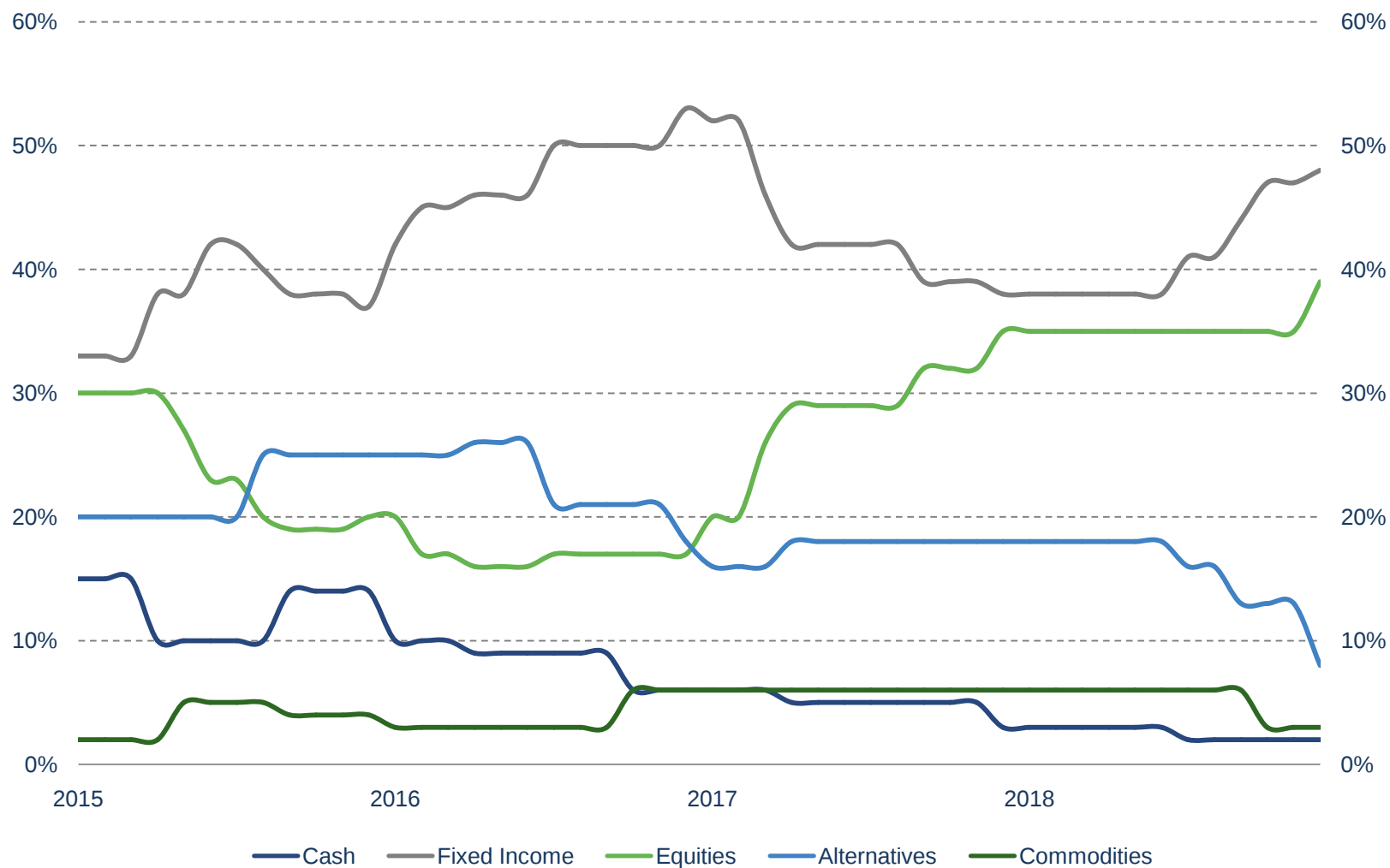


Perfiles de Inversión MWM

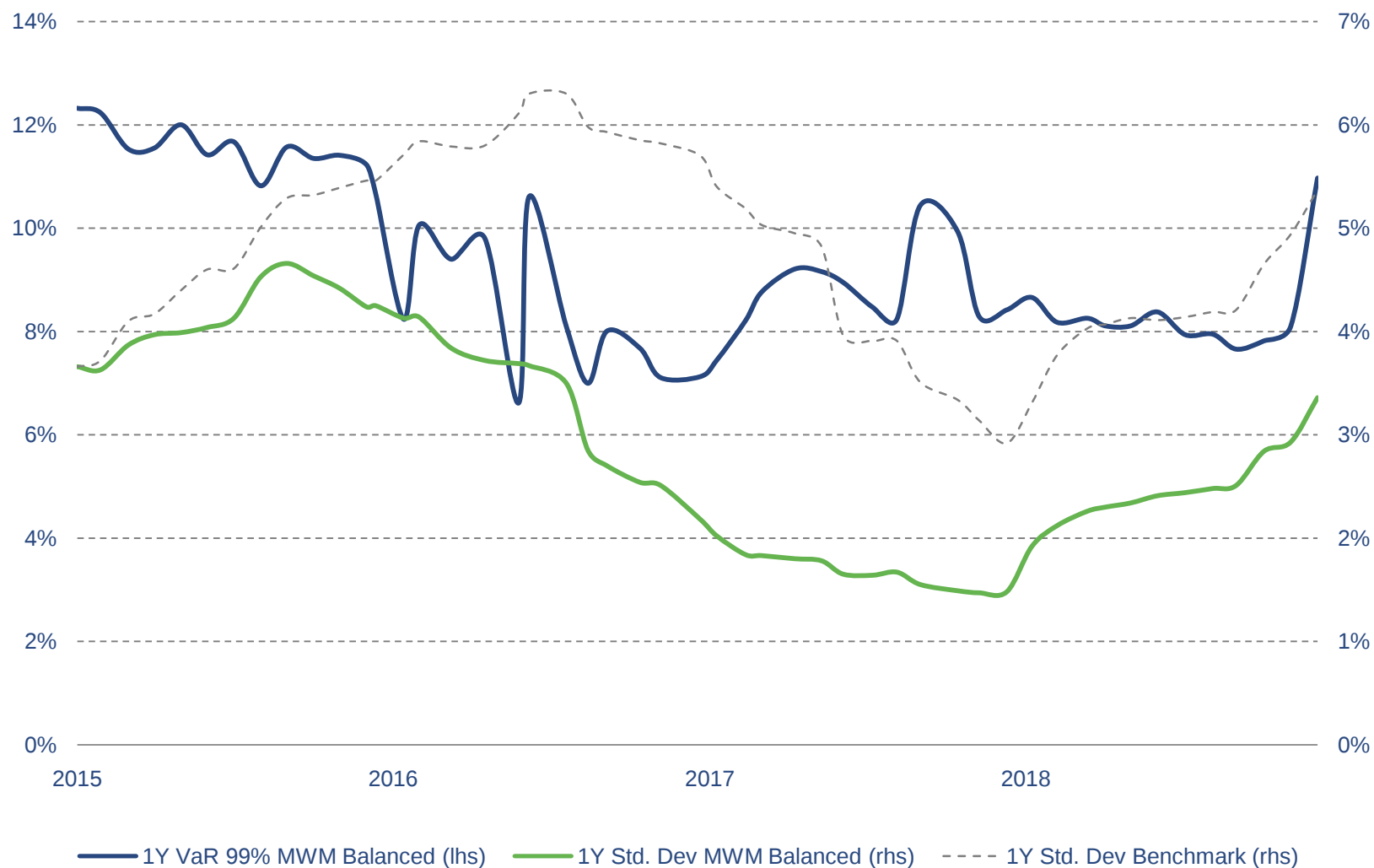


▼ Strategic Asset Allocation

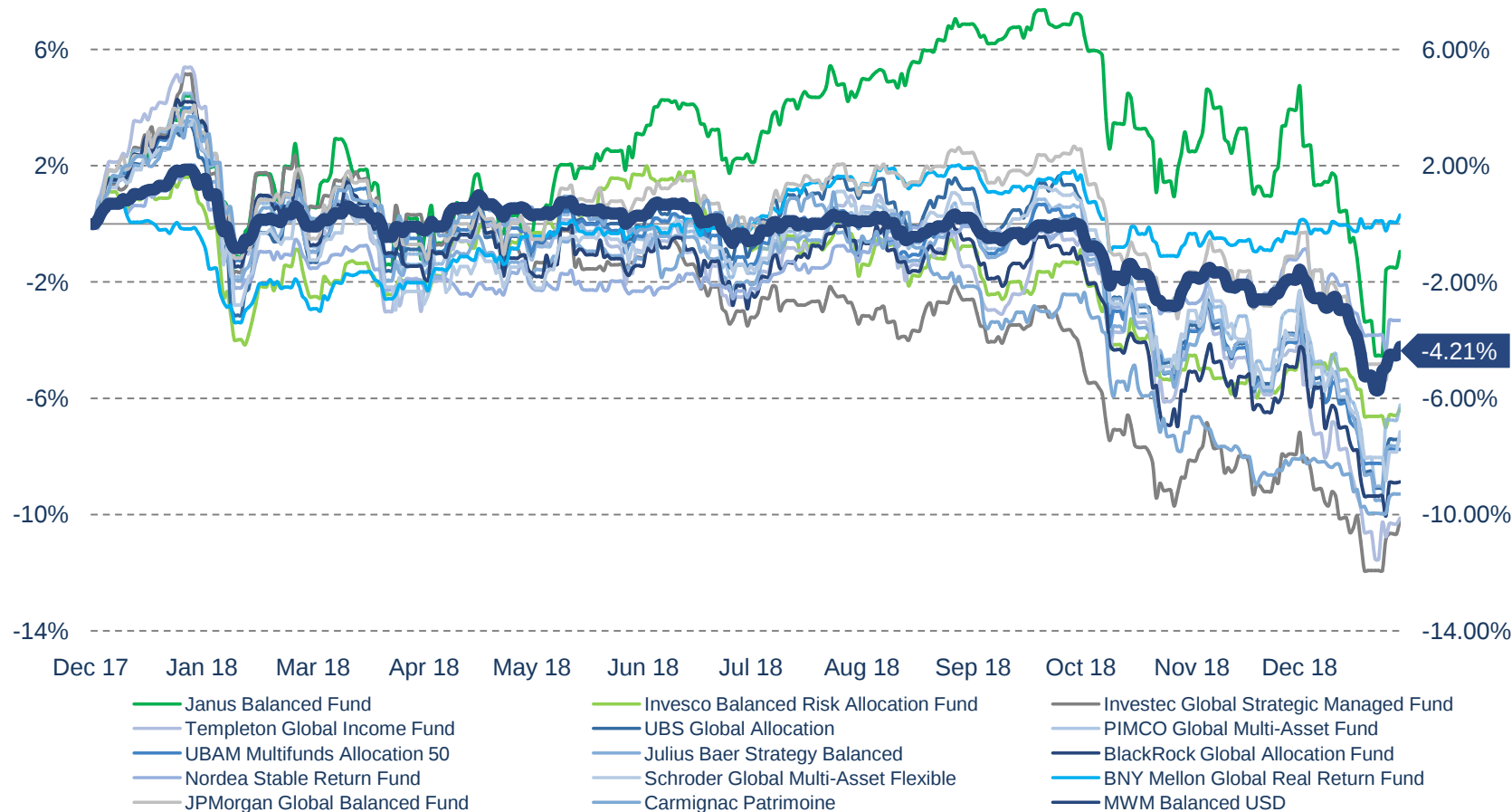
Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos



Portafolio Modelo MWM – Evolución VaR y volatilidad



Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **4º de 15**
- **Desviación estándar** (1 año¹): **1º de 15**
- **Riesgo a la baja** (1 año¹): **1º de 15**
- **Sharp Ratio** (1 año¹): **n/a**

¹ A 31 de diciembre de 2018
Fuente: Bloomberg

Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año

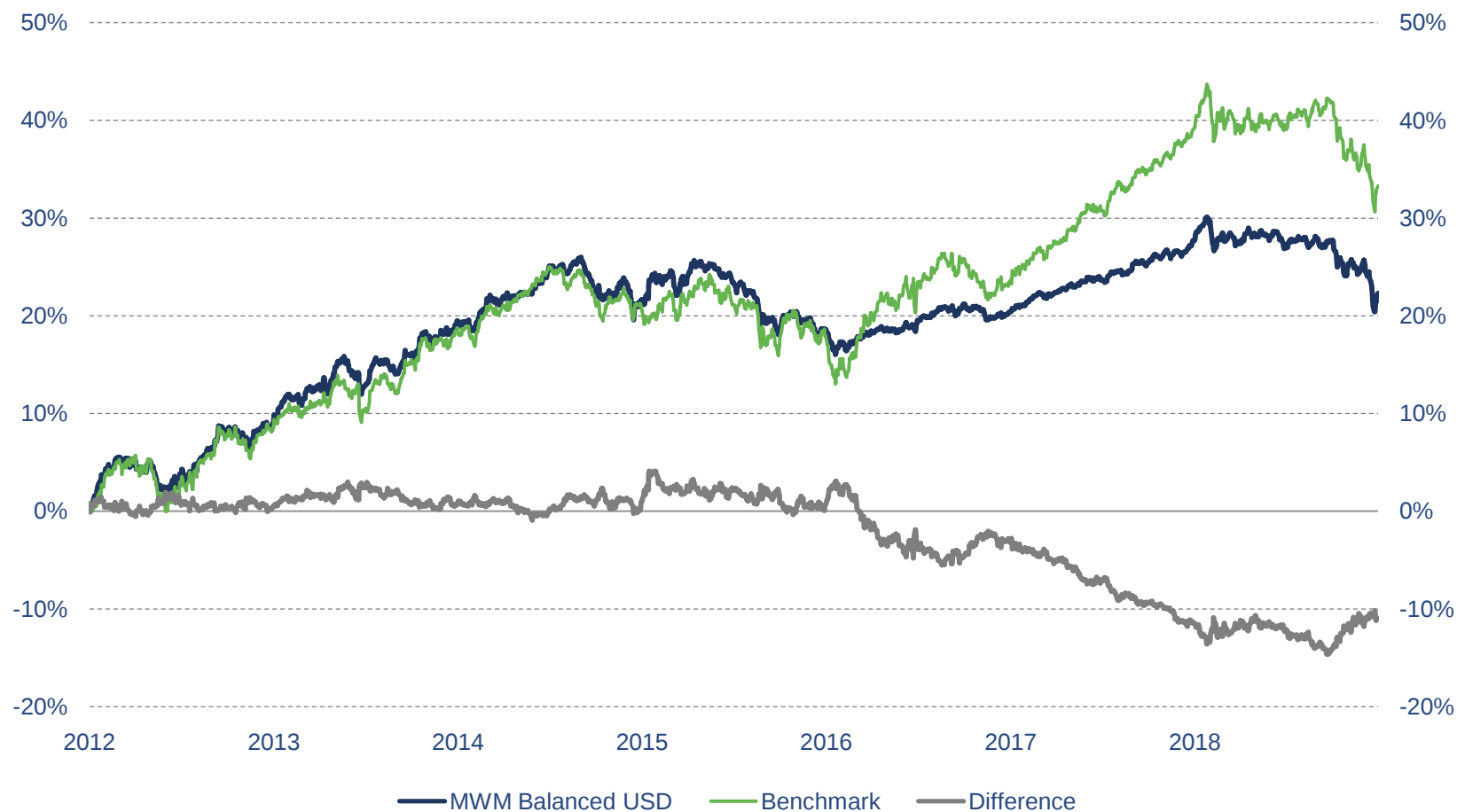


- **Rentabilidad absoluta** (en el año¹): **-4.21%** vs. **-4.19%** Benchmark²
- **Desviación estándar** (en el año¹): **3.37%** vs. **5.37%** Benchmark²
- **Riesgo a la baja** (en el año¹): **2.59%** vs. **4.02%** Benchmark²
- **Sharp Ratio** (en el año¹): **-1.82** vs. **-1.12** Benchmark²

¹ A 31 de diciembre de 2018

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)

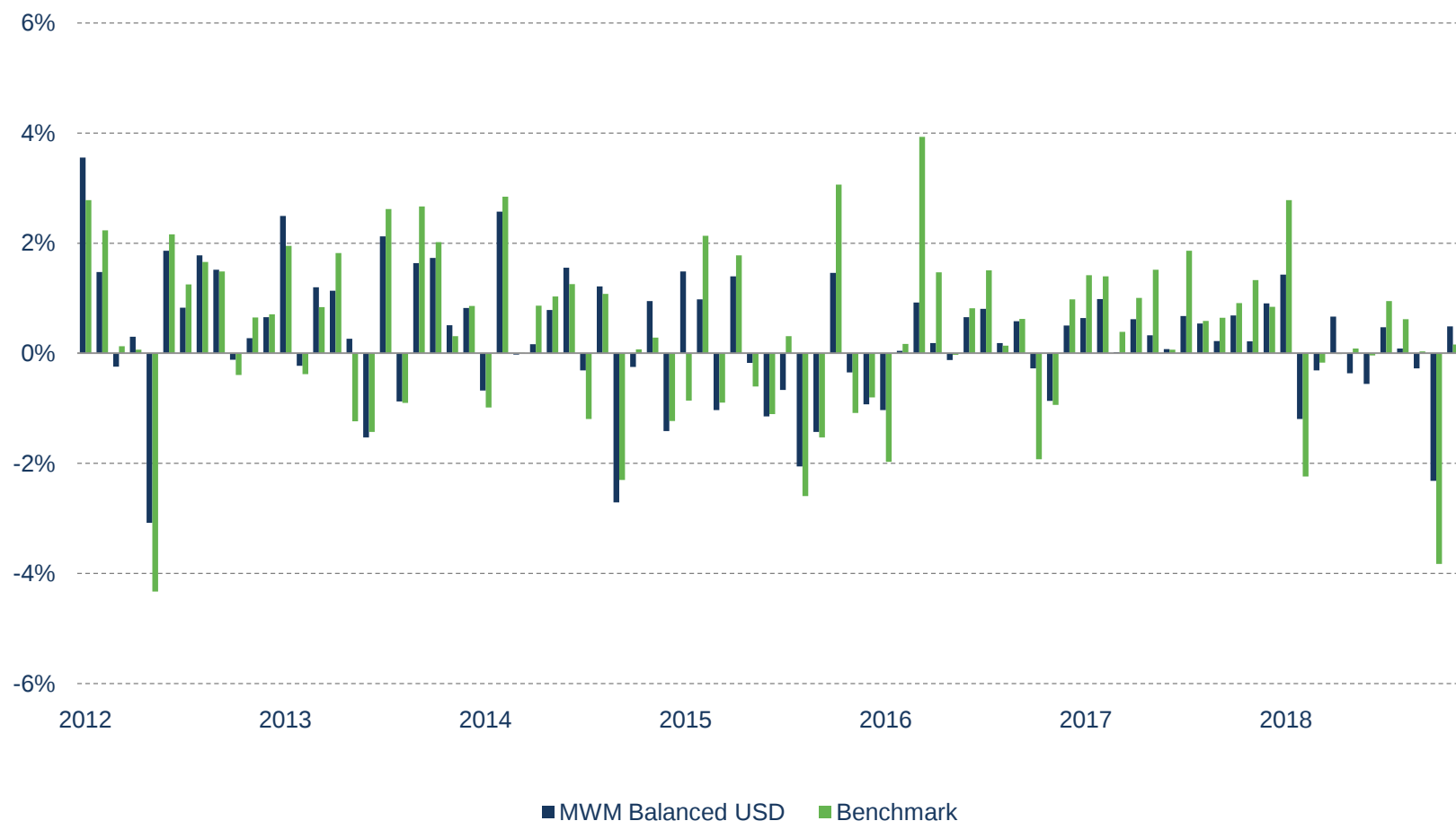


- Rentabilidad absoluta (1 año¹): **-4.21%** vs. **4.19%** Benchmark²
- Rentabilidad absoluta (3 años¹): **3.19%** vs. **13.03%** Benchmark²
- Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012¹): **22.31%** vs. **33.24%** Benchmark²

¹ A 31 de diciembre de 2018

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): 3.37% vs. 5.37% Benchmark²**
- **Riesgo a la baja (1 año¹): 2.59% vs. 4.02% Benchmark²**
- **Sharp Ratio (1 año¹): -1.82 vs. -1.12 Benchmark²**
- **Var 95% - 1day (1 año¹): -0.41% vs. -0.60% Benchmark²**

¹ A 31 de diciembre de 2018

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.