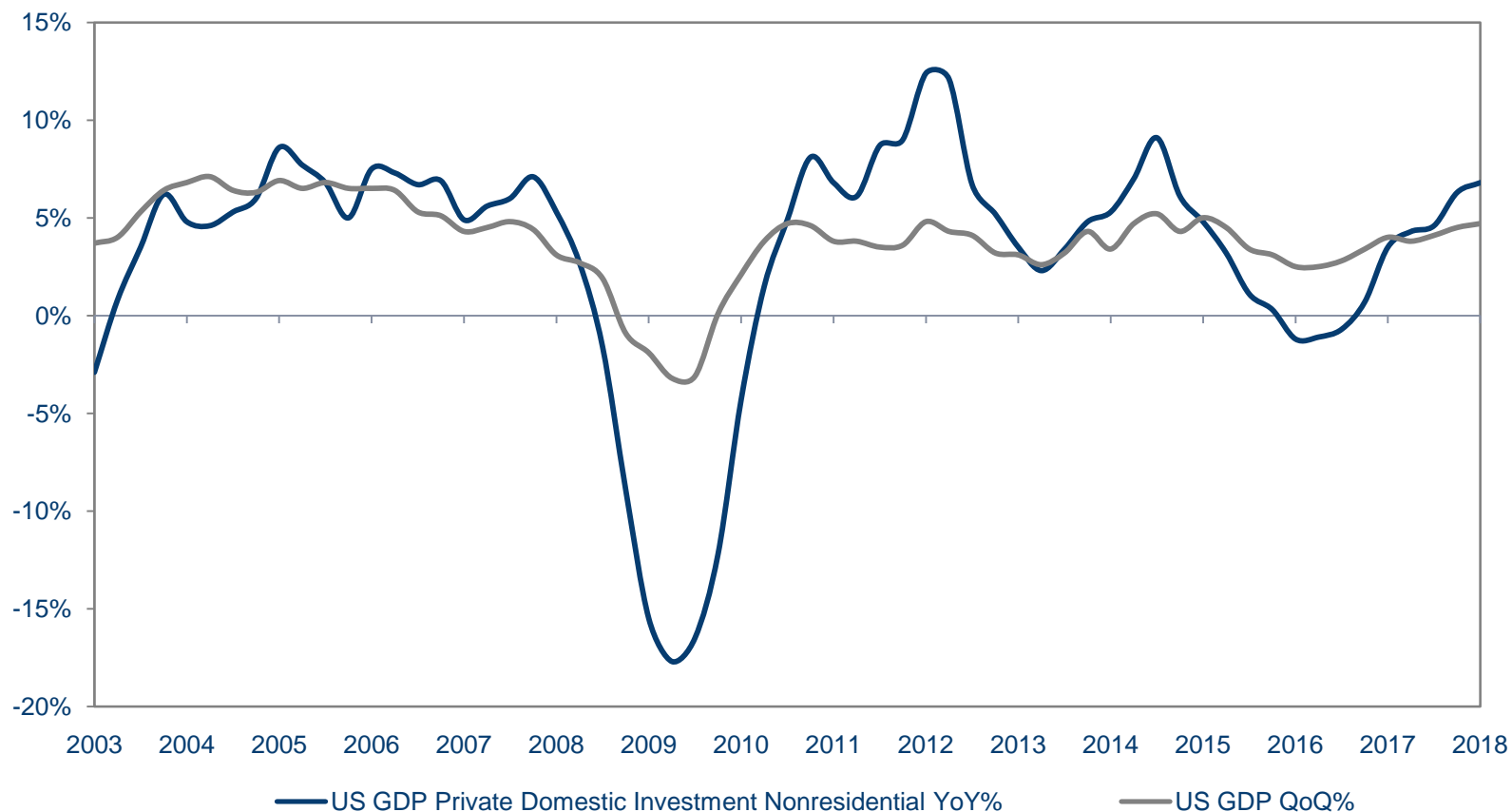




*yours  
independently*

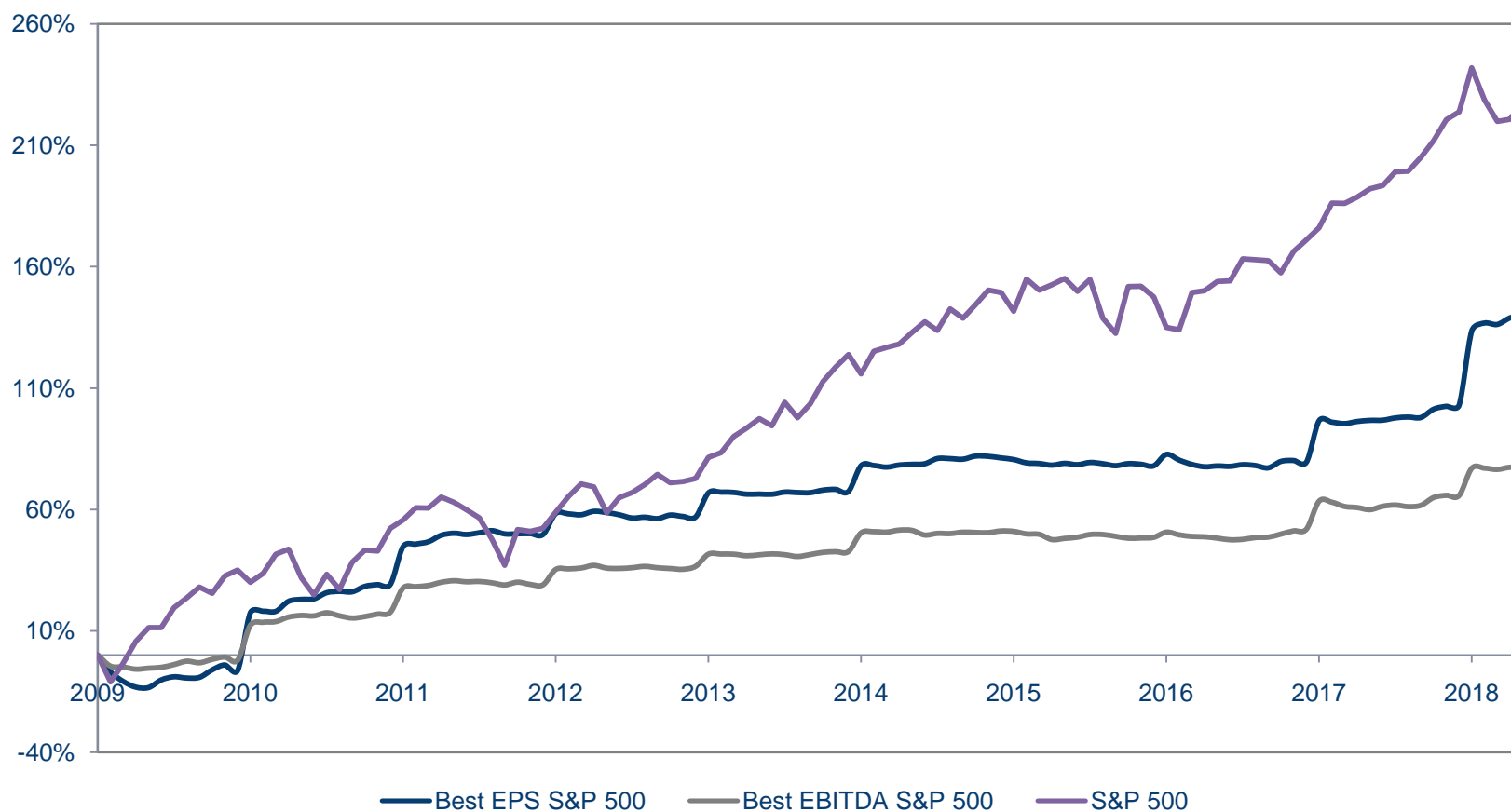
## Política de Inversión

- Seguimos siendo **cautelosos con la renta fija**, favoreciendo los **vencimientos cortos y medios**, dado lo poco atractivo que resulta la rentabilidad ajustada al riesgo en vencimientos más largos. Mantenemos la **exposición a crédito** ya que creemos que el ciclo económico actual se prolongará aún más. La **deuda de alta calidad** en los EE.UU. sigue siendo atractiva en términos relativos. También tenemos una posición importante en **bonos vinculados a la inflación** para obtener protección en caso de que las políticas de reflación provoquen una subida en los precios. Finalmente, también mantenemos nuestra asignación a los **bonos convertibles**, como una forma de diversificar aún más nuestras carteras
- Las **valoraciones de renta variable en EE. UU. siguen siendo muy altas**, respaldadas por los bajos tipos de interés, la reforma fiscal y la desregulación. Junto con los positivos datos macro de otros mercados desarrollados, vemos una mayor posibilidad de una **aceleración del crecimiento económico global**. Sin embargo, con la **Fed potencialmente normalizando las tasas de interés** a un ritmo más rápido, existe el riesgo de volver a menores múltiplos de valoración. Por lo tanto, recomendamos tomar exposición a acciones de una manera no direccional. Desde una perspectiva de valoración relativa, favorecemos **Europa, Japón y mercados emergentes**, las acciones de **crecimiento** de calidad, la **biotecnología** y el inmobiliario cotizado
- Nuestra asignación a **materias primas y oro** nos ayudan a aumentar la diversificación y a posicionar las carteras para un escenario de **inflación al alza**
- Las **inversiones alternativas** ofrecen una fuente de **diversificación** muy necesaria. Además de los **bonos sobre catástrofes** y el **private equity**, recientemente hemos aumentado la asignación a los **fondos hedge**, invirtiendo en fondos multi-estrategia/multi-gestor de bajo costo
- Hemos **reducido el porcentaje de liquidez** ya que se han introducido tasas de interés negativas en algunas de nuestras monedas de referencia. También hemos reducido la asignación a los bonos de alta calidad a corto plazo que teníamos como alternativa al efectivo, y **aumentado la exposición a crédito** en su lugar, con el objetivo de incrementar el rendimiento de la cartera

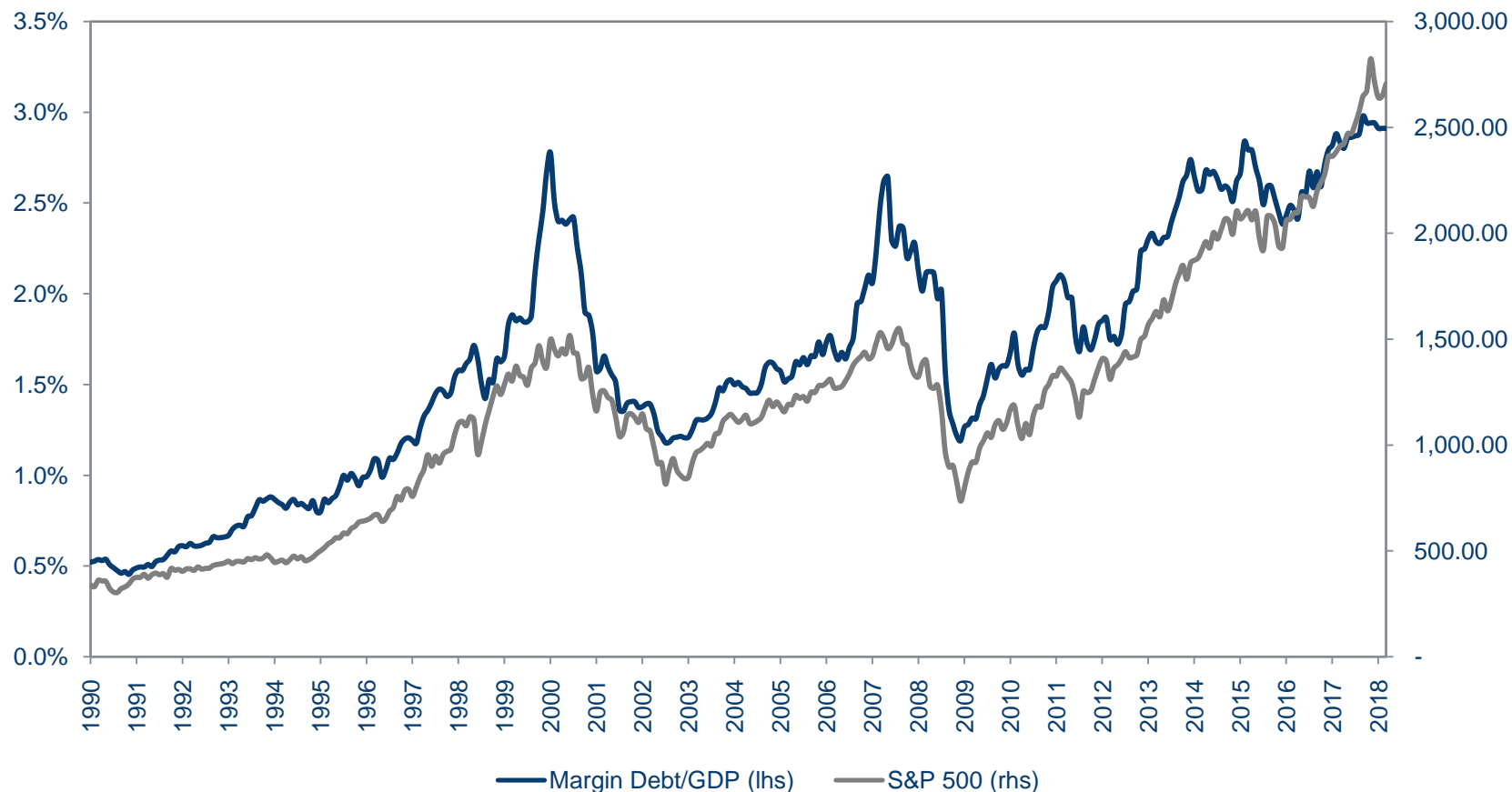


- A pesar de la **duración del ciclo económico actual** – el segundo más largo del que se tiene registro – la actividad económica sigue siendo sólida y los **principales indicadores económicos principales no apuntan a un giro** inmediato
- De hecho, los efectos de la **reforma fiscal** en los EE.UU. comienzan a sentirse en el **repunte de la inversión** empresarial. Sin embargo, el riesgo es que esta **expansión fiscal al final del ciclo**, con un desempleo del 3.8%, pueda causar un **recalentamiento** de la economía, lo que impulsaría a la **Fed a ser más agresiva** aumentando tipos

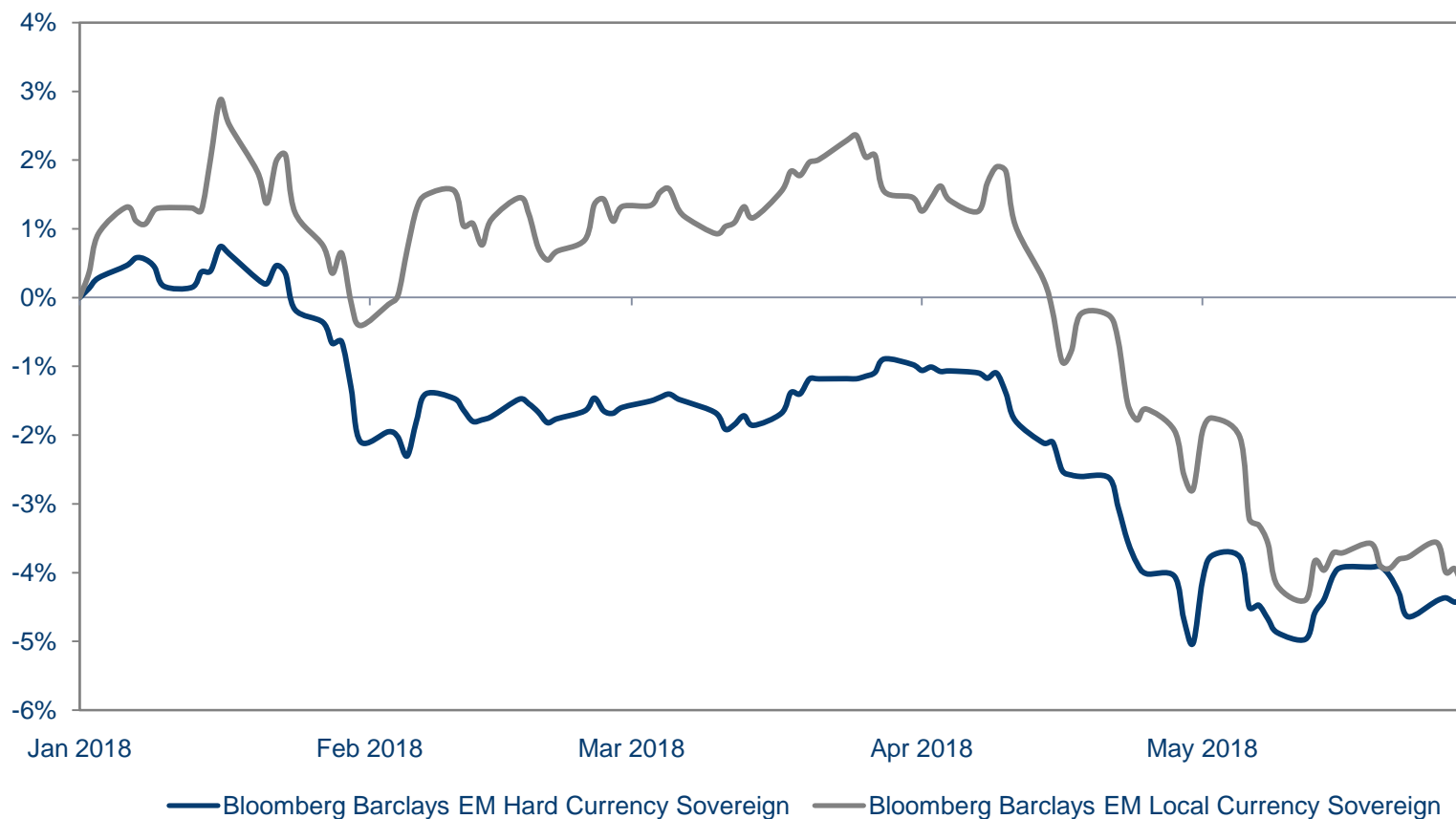
## Y hacia el mercado alcista más duradero...



- Si se superan los niveles alcanzados en enero, el presente será el **mercado alcista más largo de la historia**. Pero, al contrario de lo que vemos a nivel macro, en las bolsas percibimos más **señales de fatiga**
- Uno de ellos es la **calidad de los beneficios empresariales**, que tiende a deteriorarse en las últimas etapas del ciclo, cuando a las empresas les resulta más difícil aumentar los ingresos orgánicamente y recurren a **trucos contables**. Este patrón se puede observar al comparar BPA versus EBITDA

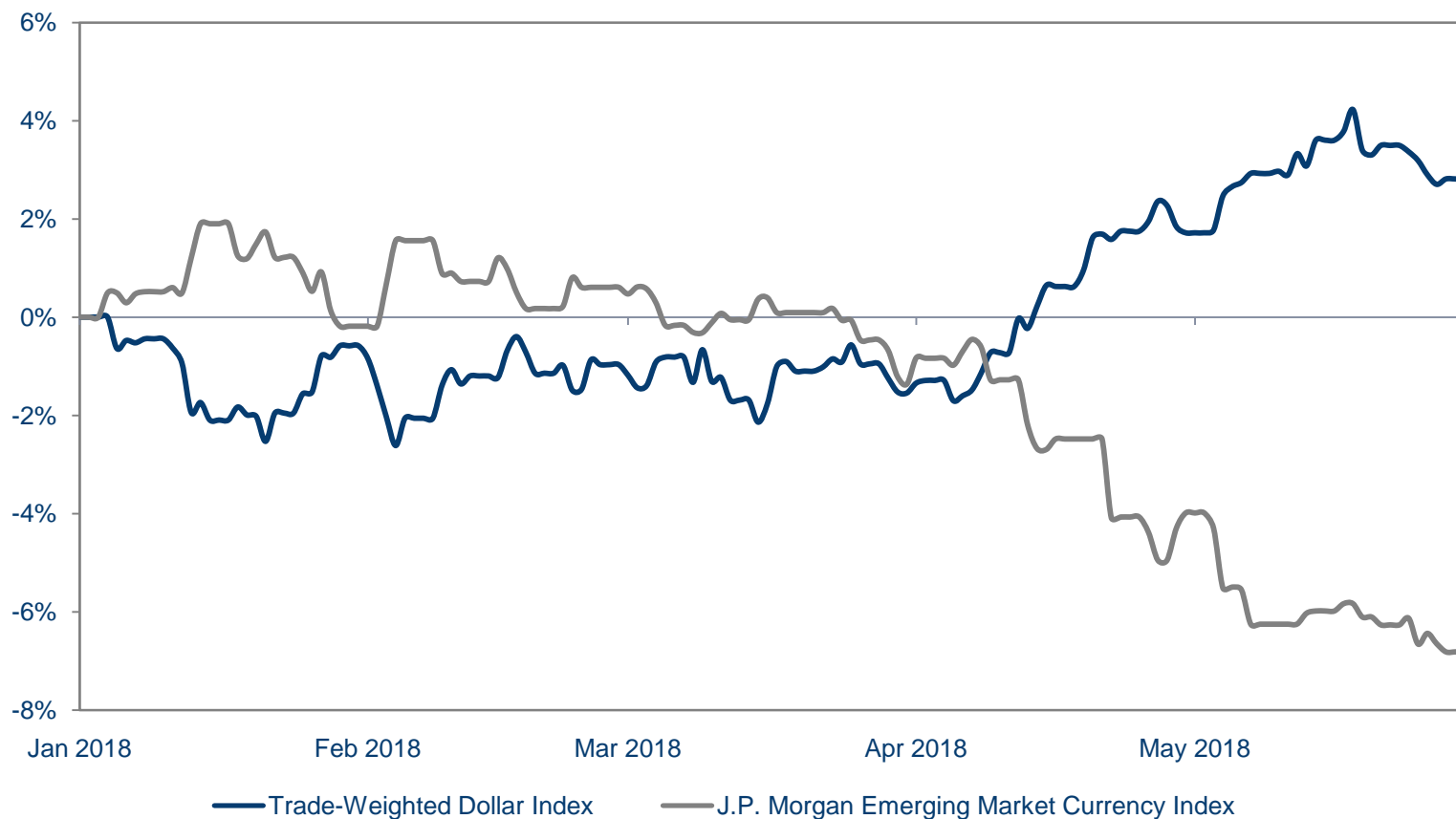


- La duración del mercado alcista, junto con la generosidad de los bancos centrales, ha **transformado las actitudes de los inversores ante el riesgo**, ya que la mentalidad de "comprar las correcciones" ha sido recompensada por un número sin precedentes de rebotes en los mercados de acciones
- Esto está fomentando la **inversión especulativa**, lo que hace que el mercado sea más vulnerable a una corrección repentina, en palabras de H. Minsky: "**la estabilidad genera inestabilidad**"

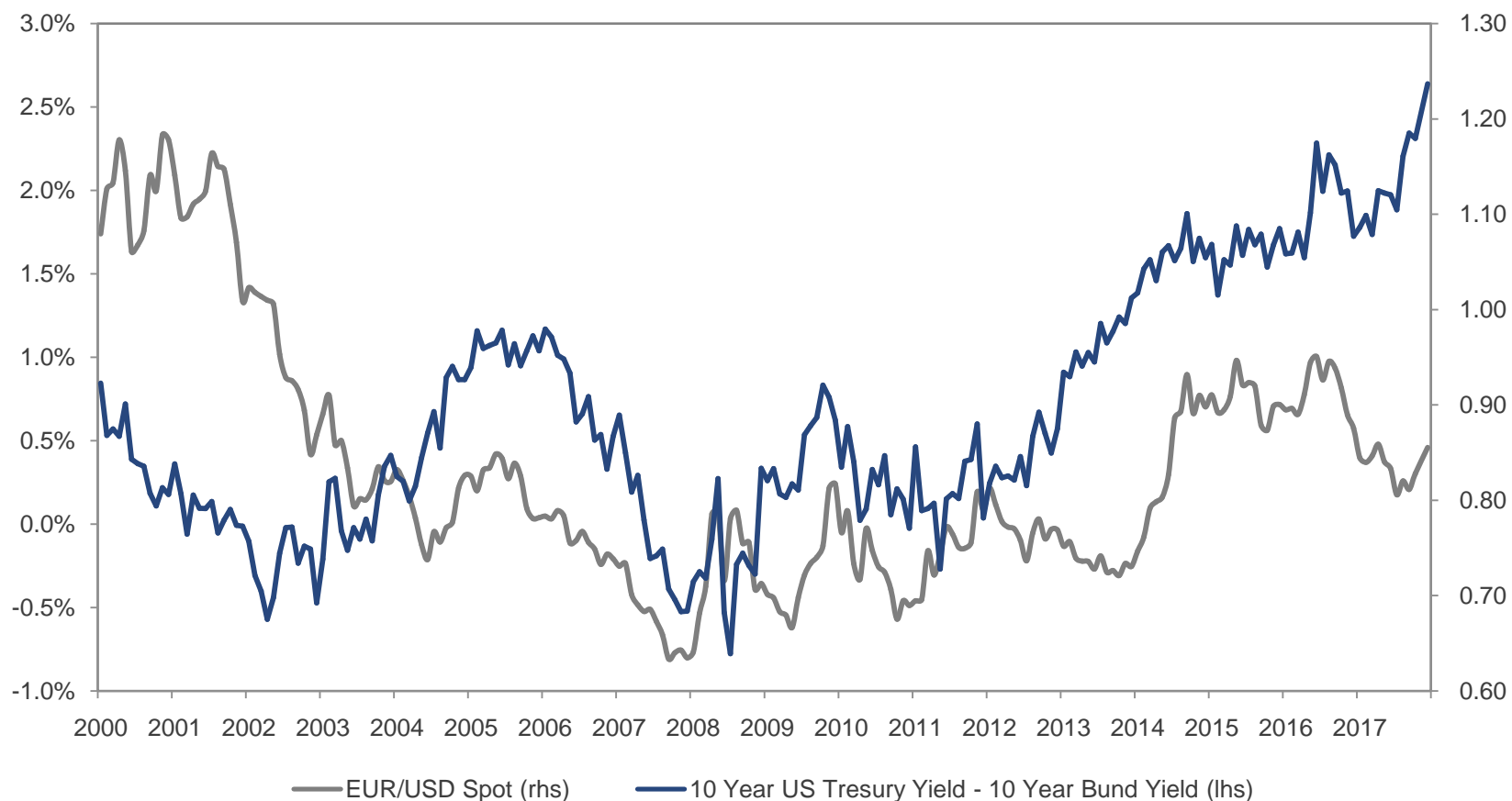


- A medida que la Fed continúa avanzando en la **normalización de las condiciones monetarias**, sus consecuencias comienzan a sentirse en los mercados financieros. El **primer temblor** se produjo a fines de enero, cuando los mercados de bonos y acciones corrigieron en tándem, a medida que los participantes del mercado recalibraron el número de subidas de tipos
- Esto fue seguido en abril por una **corrección en los bonos de mercados emergentes**, tanto en dólares como en moneda local

## Causando una apreciación del US dólar



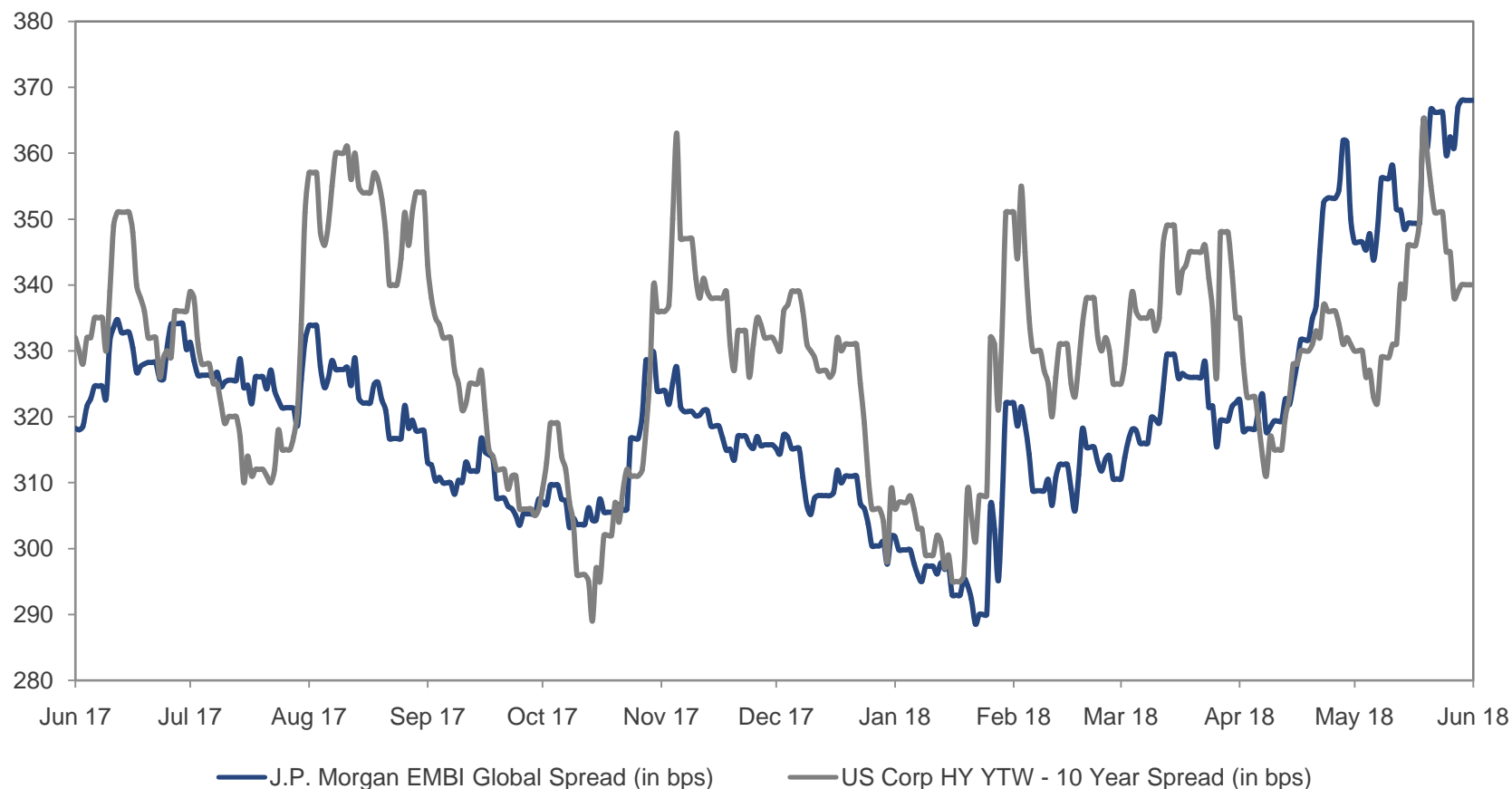
- Las monedas han actuado como **canal de transmisión** reaccionando a las subidas de tipos en dólares. Las **monedas emergentes** en particular se han depreciado significativamente, sobre todo en el caso del peso argentino y la lira turca
- Todo esto es una reminiscencia del "tapper tantrum" y muestra la creciente influencia que los movimientos de la Fed ejercerá en los mercados financieros a futuro



- El **diferencial de tipos de interés** entre los bonos del Tesoro de Estados Unidos y los bonos alemanes ha alcanzado **máximos históricos**
- Aunque vemos potencial para una mayor apreciación del dólar, **una salida antes de lo esperado del programa de QE** en Europa causaría que el Euro se fortaleciese



# Los diferenciales de crédito al alza, pero contenidos



- La **subida de tipos de interés** ha tenido un efecto en los diferenciales de los "**bonos basura**", que se han ampliado junto con los de los **mercados emergentes**
- Sin embargo, interpretamos este movimiento como una **reversión a la media** en lugar de una corrección impulsada por un deterioro en los fundamentos económicos

# Evolución del portafolio modelo



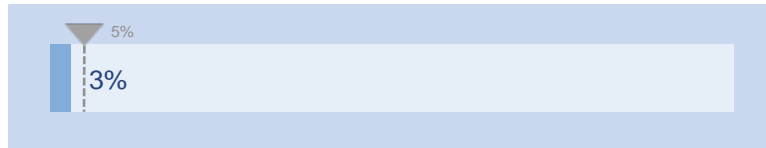
• El mes pasado vimos una **recuperación de los bonos de alta calidad**, una **corrección en el crédito** y una amplia **dispersión en los mercados de acciones**, en todos los sectores y regiones

Fuente: Bloomberg a 1 de junio de 2018  
 \* Fondo publica NAV con un mes de retraso

	<b>Escenario 1</b> Recesión por accidente	<b>Escenario 2</b> Goldilocks	<b>Escenario 3</b> Nuevo régimen
<b>Causas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Una desaceleración económica mundial causada por accidentes políticos o errores de política monetaria</li> <li>Escenario deflacionista debido a una combinación de bajo crecimiento y factores estructurales</li> <li>La Fed tendrá que revertir el rumbo, lo que sería complicado si la inflación aumenta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>La inflación se recupera, pero continúa moderada a nivel mundial debido a factores estructurales (demografía, endeudamiento)</li> <li>La Fed continuará su camino de normalización</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las preocupaciones sobre el crecimiento se disipan y la actividad económica se acelera en EE. UU., Europa y Japón</li> <li>La inflación en EE. UU. aumenta, como consecuencia del estímulo fiscal del presidente Trump</li> <li>La Fed tendrá que acelerar el ritmo de los aumentos de tasas y/o reducción del balance</li> </ul>
<b>Impacto de mercado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Corrección en el crédito debido a un aumento en los impagos y una ampliación de los diferenciales corporativos</li> <li>Corrección en acciones debido a menores ganancias, aunque las tasas bajas ofrecerán apoyo</li> <li>Bonos de alta calidad beneficiados debido a la fuga hacia la calidad y la continuación de una política monetaria ultra-laxa</li> <li>Dólar neutral a débil, ya que la fuga hacia la calidad se compensa con bajas tasas de interés. Caída en las materias primas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las acciones se aprecian moderadamente, con Europa y Japón teniendo más recorrido que la bolsa americana</li> <li>Los diferenciales de crédito se mantienen estables a medida que el ciclo de crédito se alarga</li> <li>Los bonos soberanos sufren a medida que la política monetaria se normaliza progresivamente</li> <li>El dólar se aprecia moderadamente debido al diferencial de tipos positivo. Los precios de las materias primas aumentarán en el corto plazo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>El impacto en la renta variable dependerá de cuánto se mantenga el crecimiento económico real y cuán acomodaticia se mantenga la Fed</li> <li>Los bonos de calidad sufrirán fuertes pérdidas debido al alza de tipos</li> <li>El crédito corporativo corregirá moderadamente si la inflación se combina con un mayor crecimiento</li> <li>El USD se apreciará, en particular frente a las monedas frente a la deflación. Las materias primas se beneficiarán de una mayor inflación</li> </ul>
<b>Probabilidad</b>	30%	40%	30%
<b>Catalizadores a corto plazo</b>			
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, menores tensiones geopolíticas			
<b>Otros riesgos</b>			
Guerras comerciales, alza de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo			

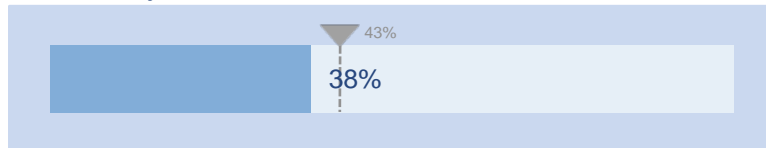
# Política de inversión MWM

## Efectivo



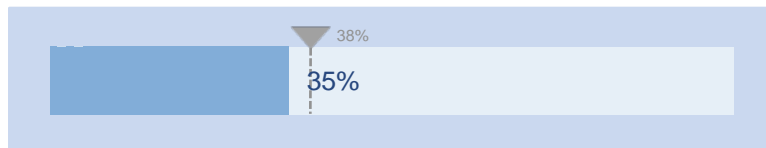
- En el entorno actual, mantener efectivo es cada vez más costoso. Por lo tanto, preferimos invertir en bonos de alta calidad a corto plazo como un sustituto del efectivo

## Renta Fija



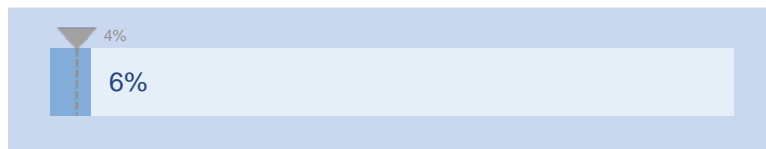
- La deuda corporativa ofrece la mejor combinación de riesgo y rentabilidad. Los bonos del Tesoro pueden beneficiarse de una desaceleración del crecimiento, aunque esto es menos probable con el estímulo fiscal, mientras que los TIPS ofrecen protección contra el aumento de la inflación
- Evitamos los mercados emergentes hasta que haya más claridad sobre la política comercial

## Renta Variable



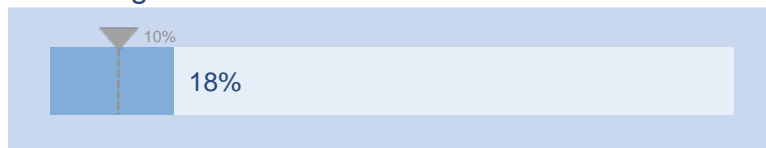
- La reforma fiscal en EE. UU. acelerará el crecimiento y reducirá los temores deflacionistas. Sin embargo, queda por ver en qué medida aumentarán las tasas de interés, lo que será un lastre para las valoraciones
- Favorecemos las inversiones en estrategias no direccionales, así como en sectores preferidos

## Materias Primas



- Los precios de las materias primas se han estabilizado. Las políticas de reflacción y un aumento del gasto en infraestructura, respaldarán aún más los metales energéticos e industriales
- El oro y los metales preciosos dependerán del ritmo de aumento tanto de la inflación como de las tasas de interés, pero ofrecen en cualquier caso una buena diversificación para la cartera

## Estrategias Alternativas



- Las inversiones alternativas como fuente de baja volatilidad y rendimientos no correlacionados son más atractivas que nunca
- Sin embargo, siempre hay un cierto grado de correlación con las clases de activos tradicionales y no se pueden esperar retornos positivos de dos dígitos en el entorno actual

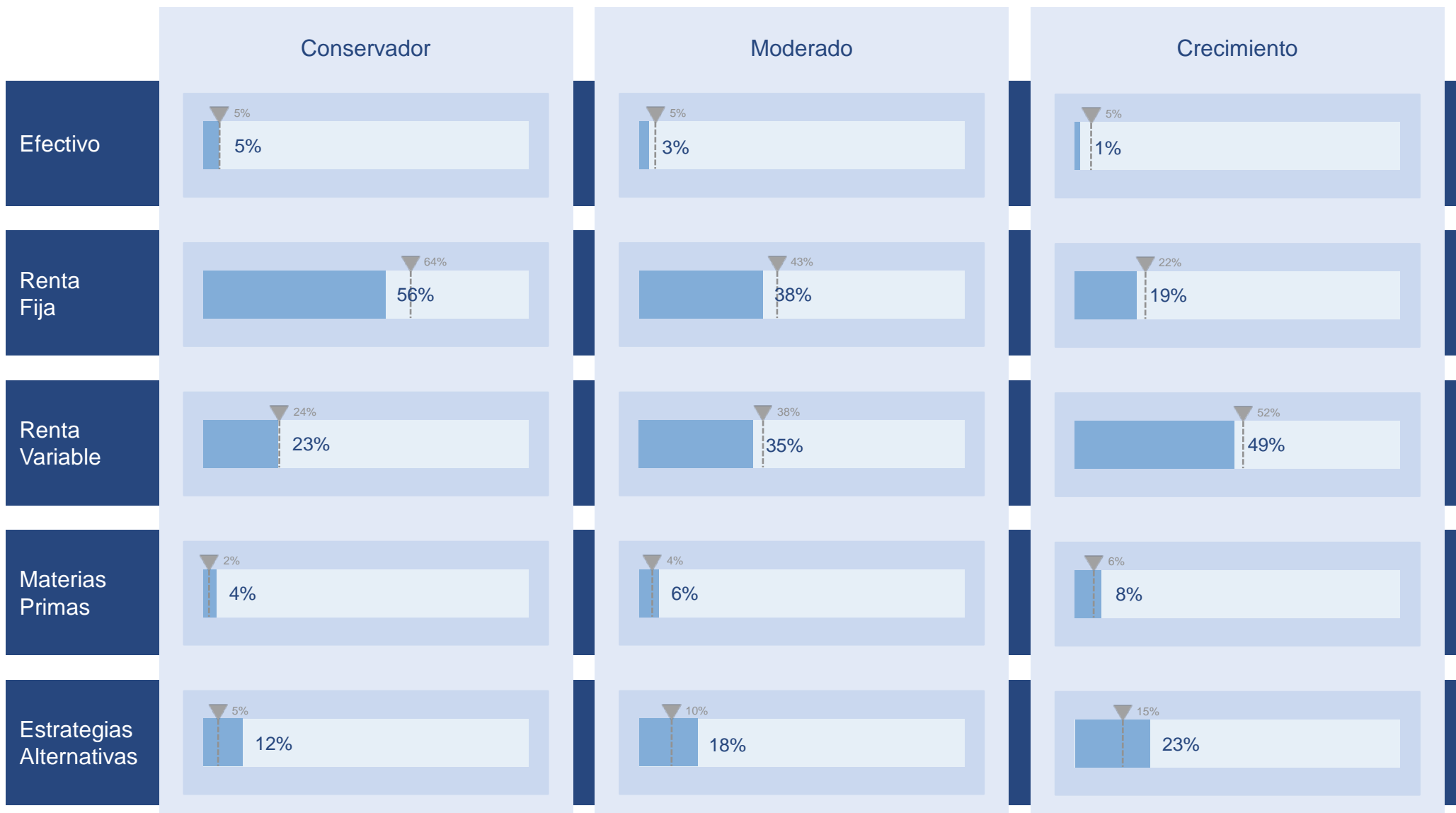
# Portafolio Modelo Moderado MWM (CH)

Efectivo	Efectivo				
Renta Fija	Tesoro EE.UU.	• Cash	3%	38%	
	Bonos Corto-Plazo	• iShares Treasury Bond 3-7yr	3%		
	US TIPS	• iShares USD Short Duration Corporate Bond	4%		
	High Yield US	• iShares \$ TIPS	5%		
	High Yield Europe	• Muzinich Short Duration High Yield	3%		
	High Yield Flotante	• Oddo Compass Euro Credit Short Duration	3%		
	Leveraged Loans	• M&G Global Floating Rate High Yield Fund	3%		
	Deuda Subordinada		• Franklin Floating rate II		3%
			• GAM Star Credit Opportunities		4%
	Convertibles		• Neuberger Berman Corporate Hybrid		4%
		• Ellipsis European Convertible Fund	3%		
Renta Variable	Volatilidad	• Schroder Global Convertible Bond	3%	35%	
		• Reverse Convertibles on Blue Chips	8%		
		• Bonus Certificate on Indices	8%		
	Growth	• Wellington Global Quality Growth Portfolio	4%		
	Japan	• Polar Capital Funds Japan	3%		
	India	• Pictet Indian Equities	3%		
	Frontier Markets	• T.Row Price Frontier Markets Equity Fund	3%		
	Biotechnology	• Polar Capital Biotechnology Fund	3%		
Real Estate	• Henderson Global Property Equities	3%			
Materias Primas	Diversificado	• iShares Diversified Commodity Swap	3%	6%	
	Oro	• iShares Gold	3%		
Estrategias Alternativas	Multi-Strategy	• Permal Alternative Income Strategies	2%	18%	
	Multi-Strategy	• Amura Absolute Return	2%		
	Multi-Strategy	• Franklin K2 Alternative Strategies Fund	2%		
	Multi-Strategy	• Goldman Sachs Global Multi-Manager Alternatives Portfolio	2%		
	CTA, Diversified	• Lyxor AQR Systematic Total Return	2%		
	CTA, Diversified	• Lyxor Winton Fund	2%		
	Cat Bonds	• Plenum CAT Bond Fund	3%		
Private Equity	• Partners Group Global Value	3%			

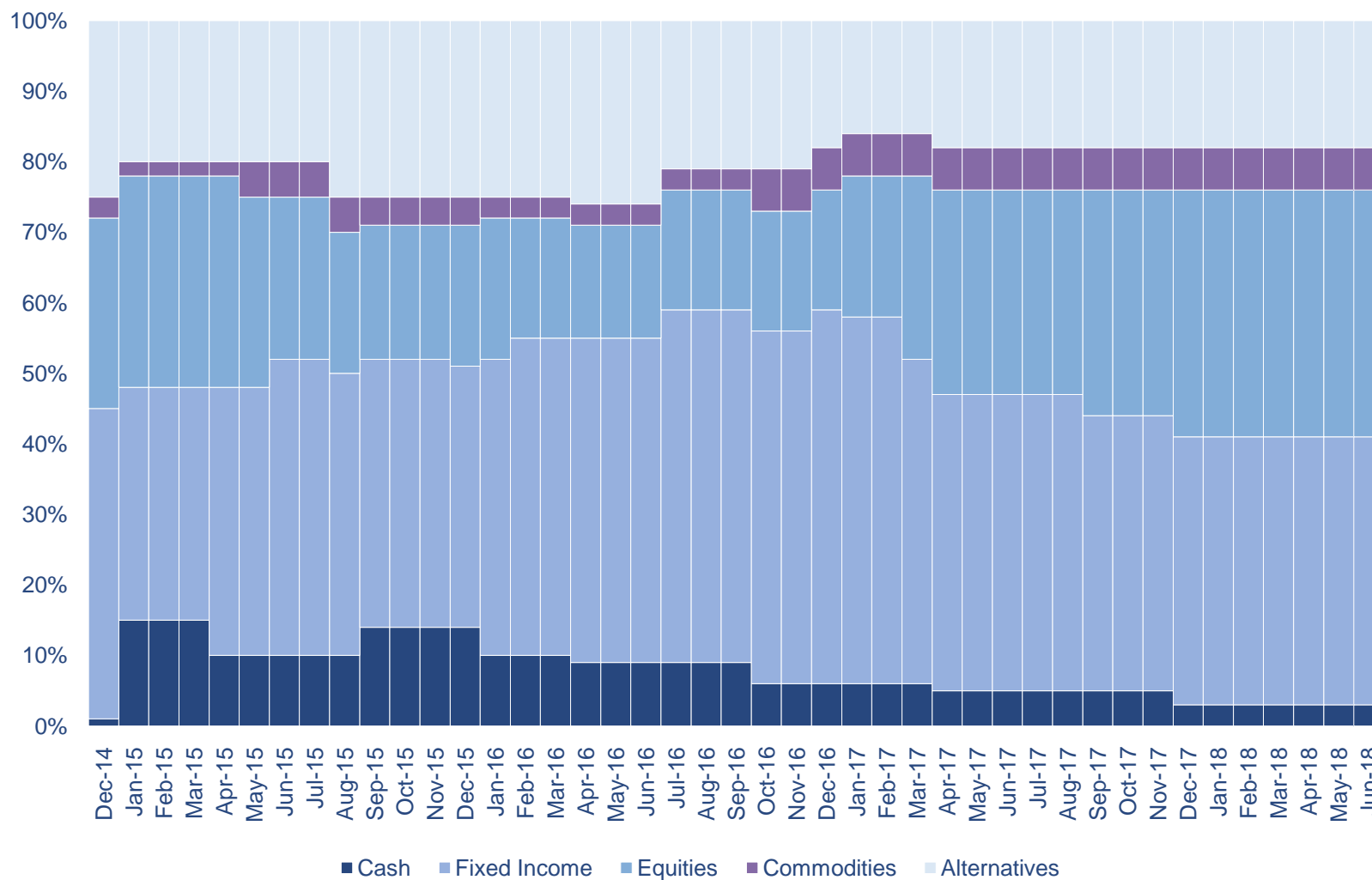
# Portafolio Modelo Moderado MWM (US)

Efectivo	Cash	• Cash	3%	3%
Renta Fija	Tesoro EE.UU.	• MFS Meridian - U.S. Government Bond Fund	3%	38%
	Bonos Corto-Plazo	• Blackrock US Dollar Short Duration Bond Fund Class	4%	
	US TIPS	• PIMCO Global Real Return Fund USD	5%	
	Global Investment Grade	• Carmignac Portfolio - Global Bond	3%	
	High Yield US	• Lord Abbett High Yield Fund	3%	
	High Yield Europe	• Aberdeen Global - Select Euro High Yield Bond	3%	
	Leveraged Loans	• Franklin Floating rate II	3%	
	Deuda Subordinada	• GAM Star Credit opportunities	8%	
	Convertible s	• Calamos Global Convertibles	6%	
Renta Variable	Volatilidad	• Reverse Convertibles on Blue Chips	10%	35%
		• Bonus Certificate on Indices	10%	
	Growth	• MFS Meridian Global Concentrated Fund	5%	
	High Dividend Yield	• Schroder Global Dividend Maximizer	5%	
	Japan	• GAM Star Japan Equity Fund	3%	
	India	• Franklin India Fund	3%	
	Frontier Markets	• Templeton Frontier Markets	3%	
	Biotechnology	• Franklin Biotechnology Discovery Fund	3%	
Real Estate	• Henderson Global Property Equities	3%		
Materias Primas	Diversificado	• iShares Diversified Commodity Swap	3%	6%
	Oro	• iShares Gold Trust	3%	
Estrategias Alternativas	Multi-Strategy	• Franklin K2 Alternative Strategies Fund	5%	18%
	Multi-Strategy	• Blackrock Multi-Manager Alternative Strategies Fund	5%	
	CTA, Diversified	• Permal Alternative Income Strategies	4%	
	Private Equity	• iShares Listed Private Equity	4%	

# Perfiles de Inversión MWM

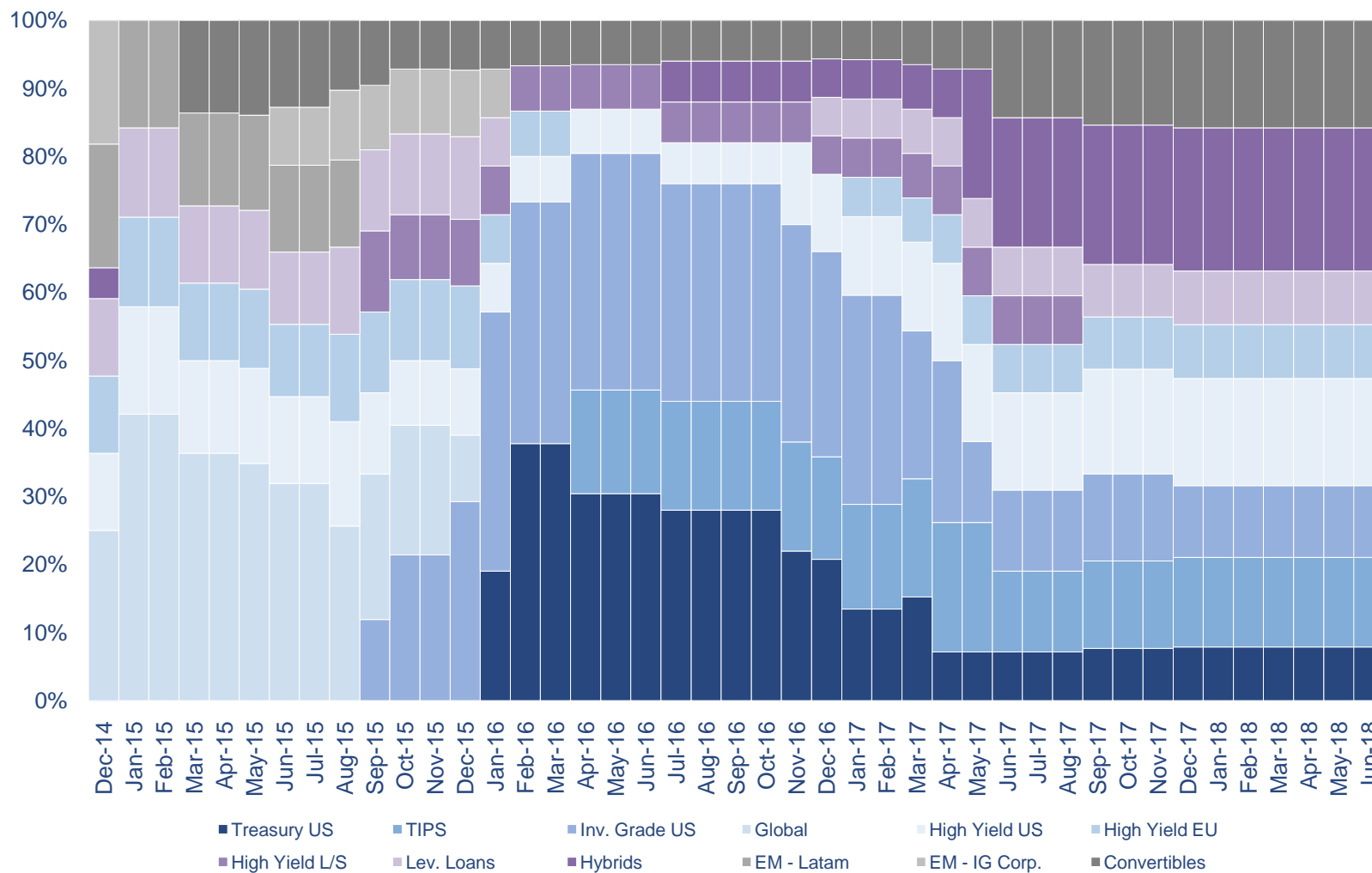


# Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos

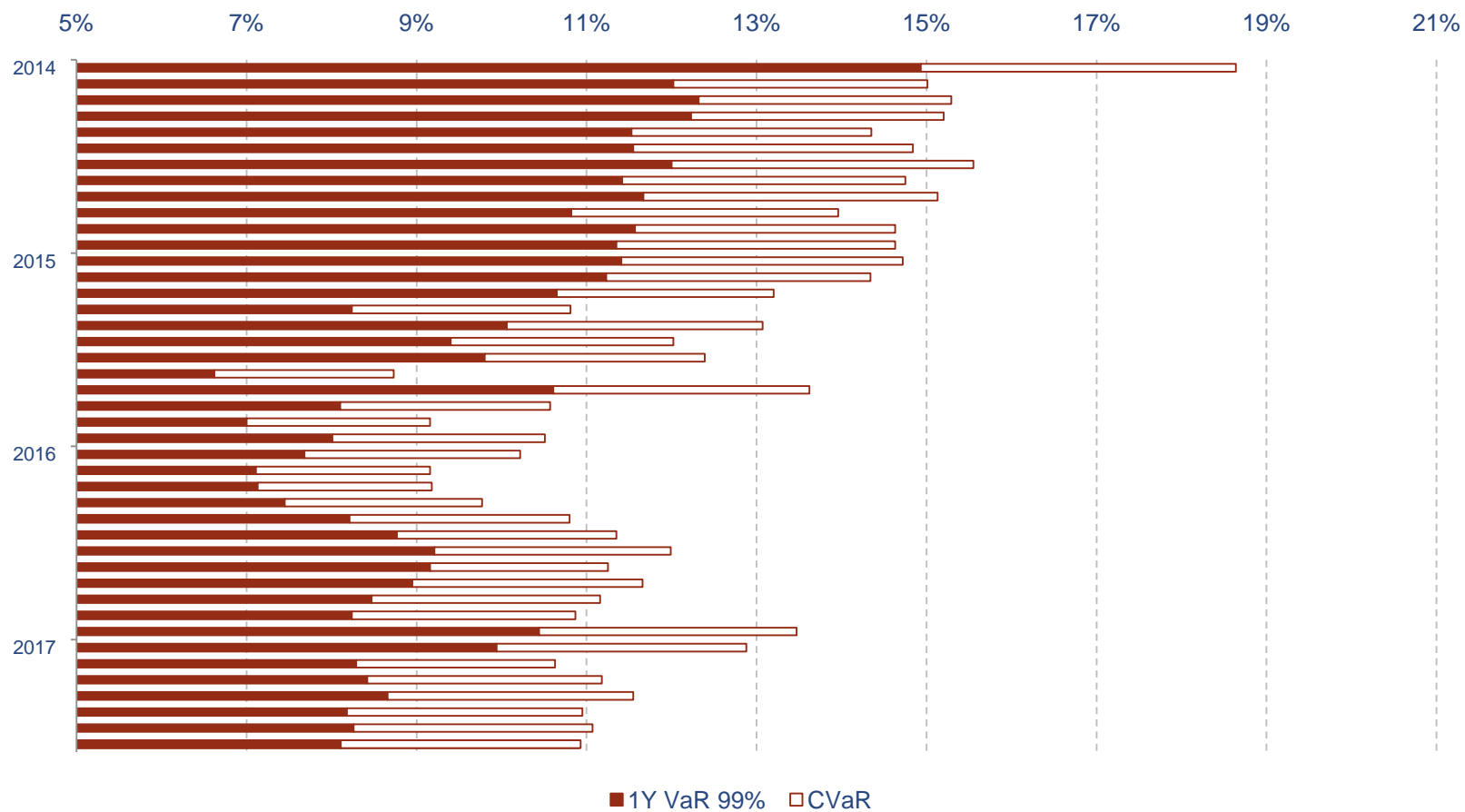




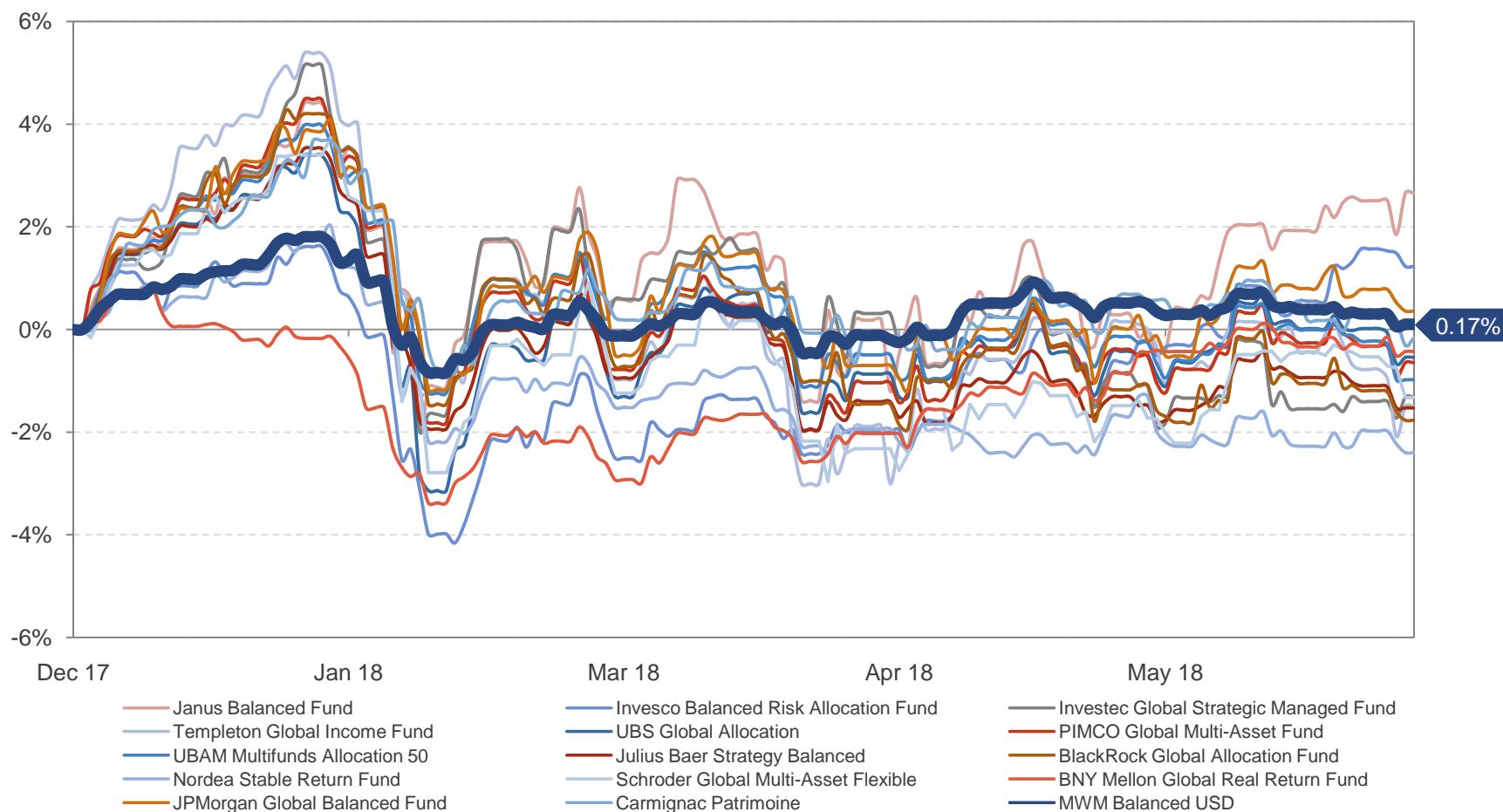
# Portafolio Modelo MWM – Asignación de renta fija



# Portafolio Modelo MWM – VaR



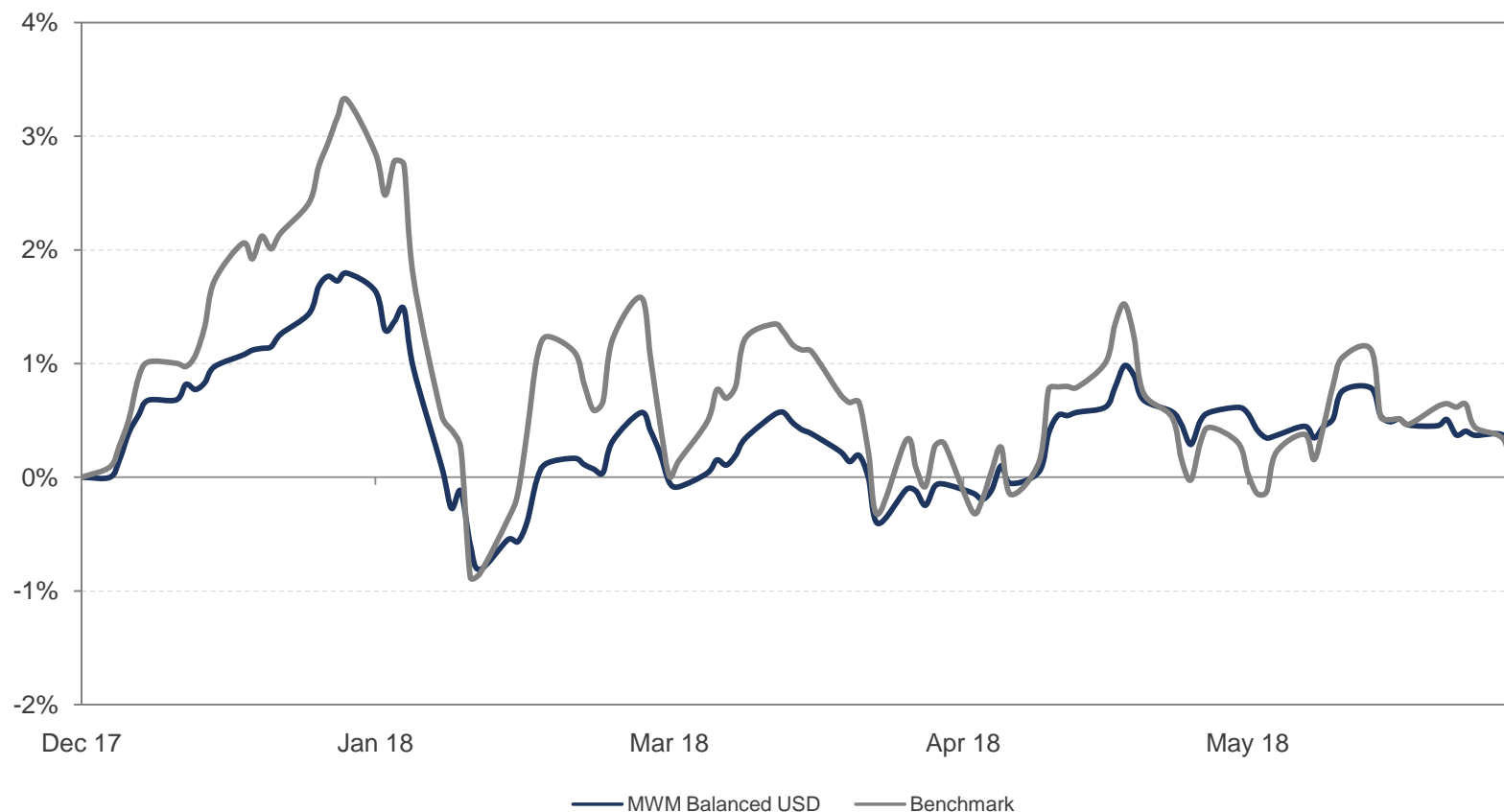
# Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- Retorno absoluto (en el año<sup>1</sup>): 4<sup>th</sup> out of 15
- Desviación estándar (1 año<sup>1</sup>): 1<sup>st</sup> out of 15
- Riesgo a la baja (1 año<sup>1</sup>): 1<sup>st</sup> out of 15
- Ratio Sharp (1 año<sup>1</sup>): 6<sup>th</sup> out of 15

<sup>1</sup> A 1 de junio de 2018  
Fuente: Bloomberg

## Portafolio Modelo MWM – Rentabilidad en el año

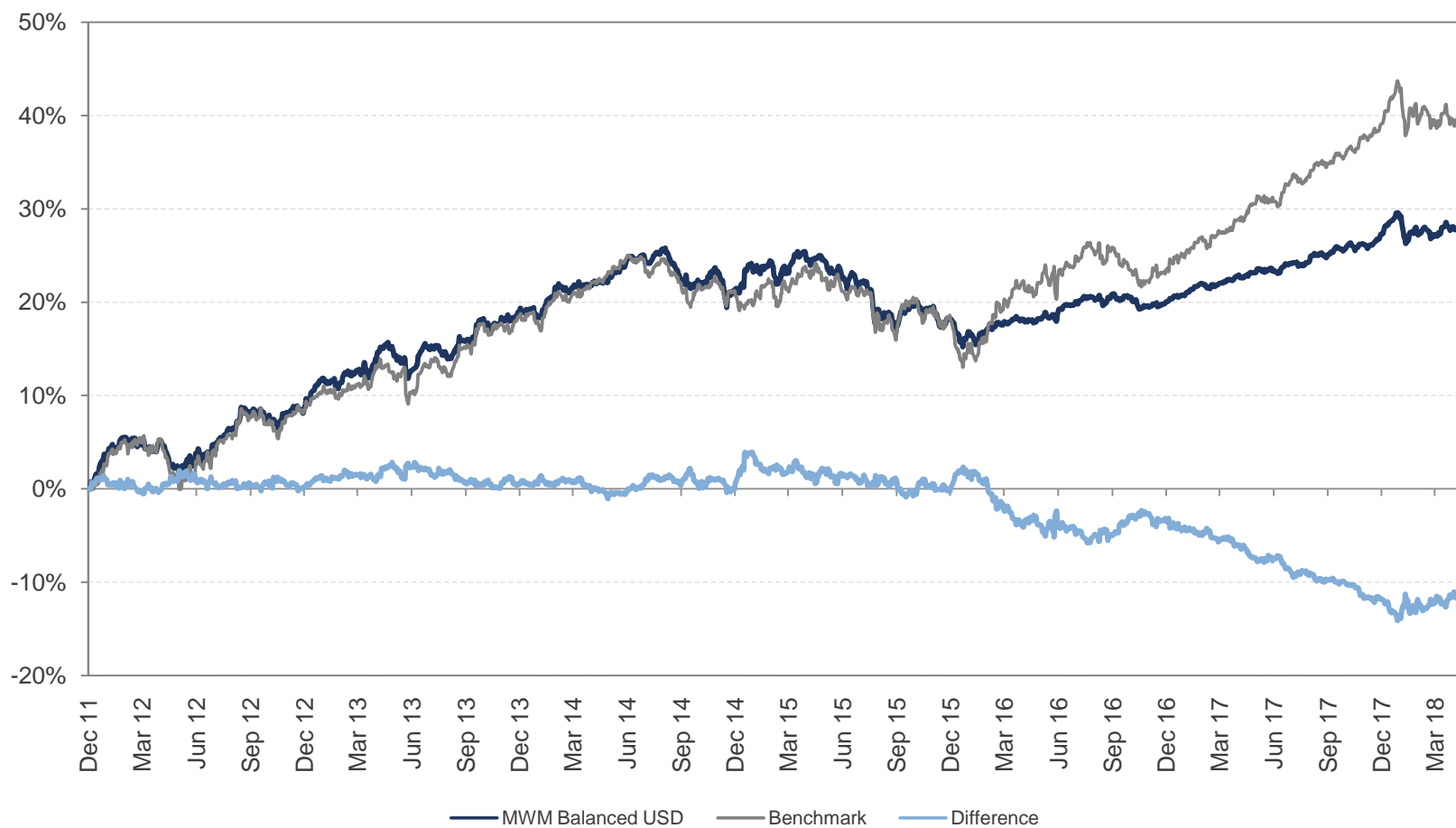


- **Retorno absoluto** (en el año<sup>1</sup>): **0.31%** vs. **0.51%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Desviación estándar** (en el año<sup>1</sup>): **2.98%** vs. **5.46%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Riesgo a la baja** (en el año<sup>1</sup>): **2.38%** vs. **4.28%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Ratio Sharp** (en el año<sup>1</sup>): **-0.30** vs. **-0.05** Benchmark<sup>2</sup>

<sup>1</sup> A 1 de junio de 2018

<sup>2</sup> 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)

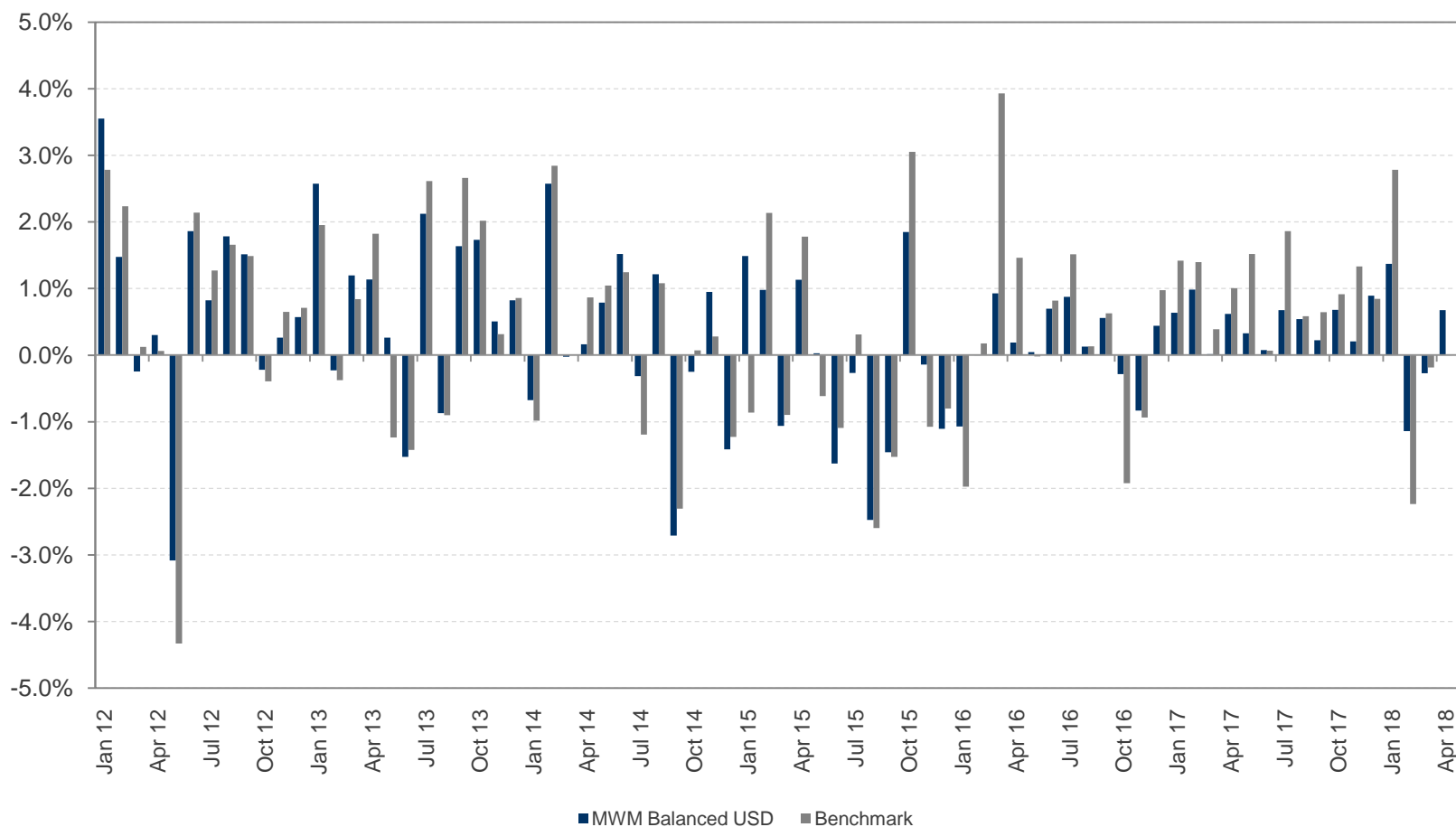


- Retorno absoluto (1 año<sup>1</sup>): 3.53% vs. 6.81% Benchmark<sup>2</sup>
- Retorno absoluto (3 años<sup>1</sup>): 2.67% vs. 14.29% Benchmark<sup>2</sup>
- Retorno absoluto (Desde enero 2012<sup>1</sup>): 27.68% vs. 33.78% Benchmark<sup>2</sup>

<sup>1</sup> A 1 de junio de 2018

<sup>2</sup> 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 año<sup>1</sup>): 2.29% vs. 4.12% Benchmark<sup>2</sup>**
- **Riesgo a la baja (1 año<sup>1</sup>): 1.79% vs. 3.21% Benchmark<sup>2</sup>**
- **Ratio Sharp (1 año<sup>1</sup>): 0.97 vs. 1.35 Benchmark<sup>2</sup>**
- **Var 95% - 1day (1 año<sup>1</sup>): -0.20% vs. -0.41% Benchmark<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> A 1 de junio de 2018

<sup>2</sup> 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.