

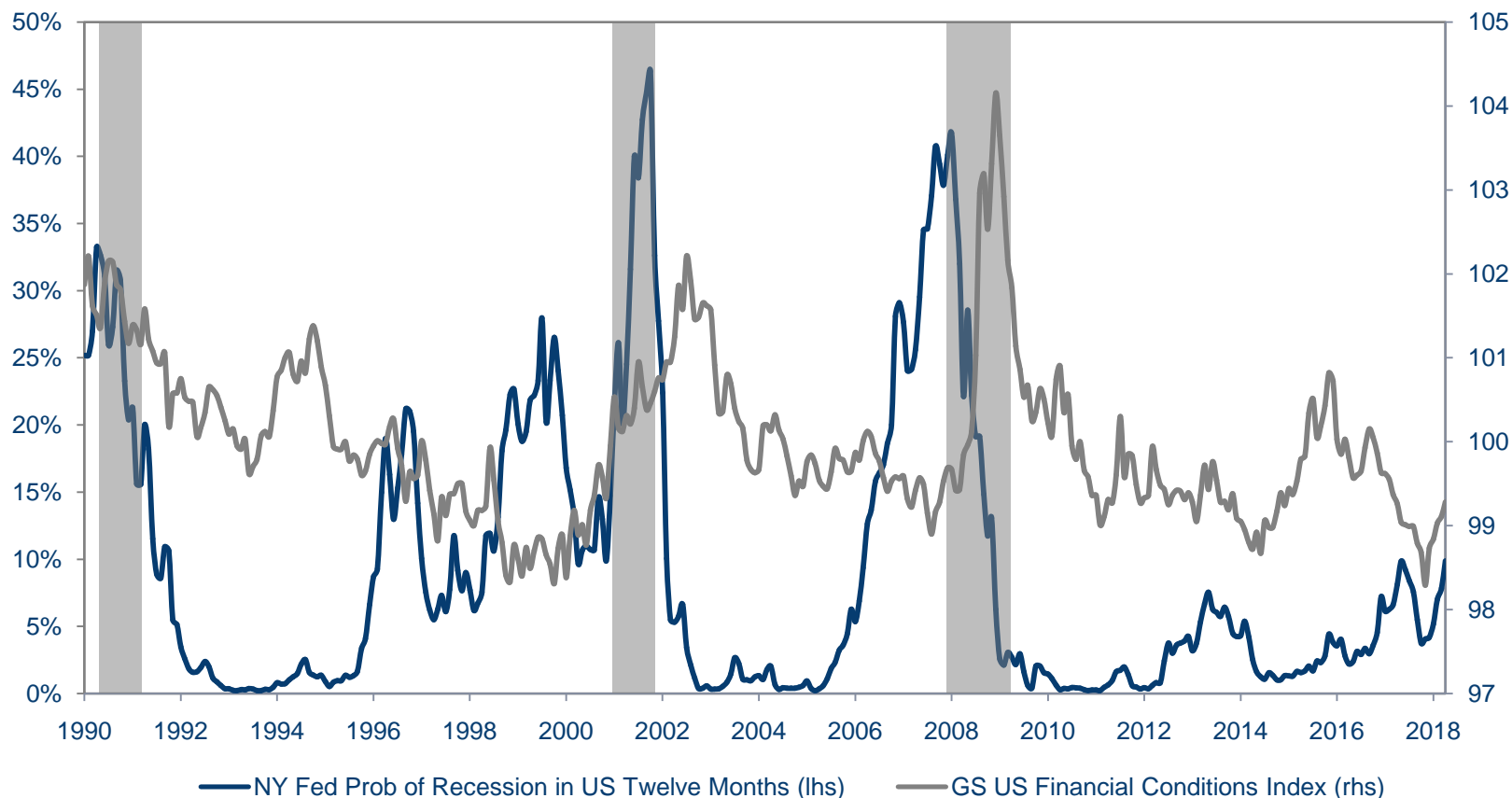


*yours  
independently*

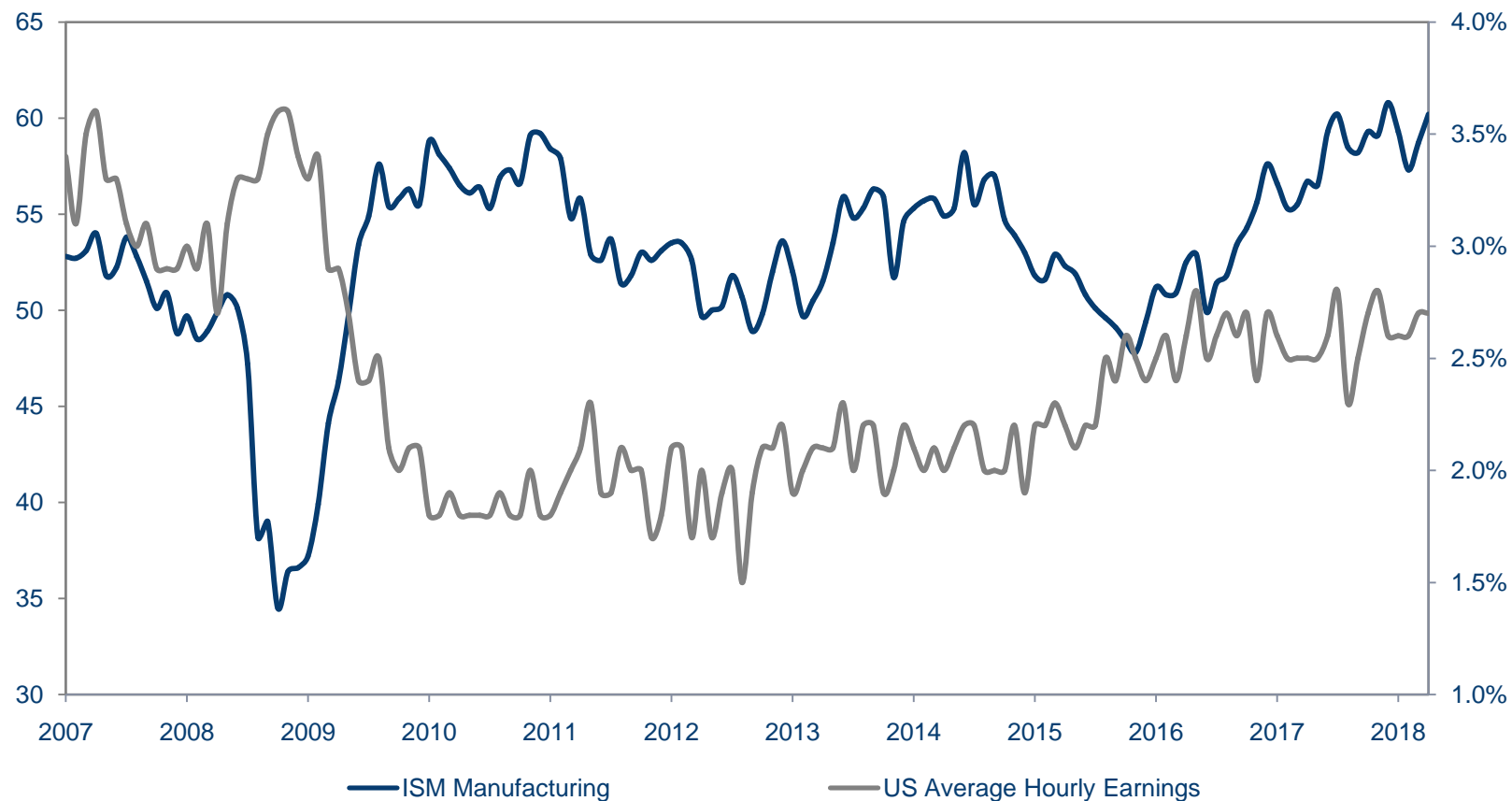
## Política de Inversión

- Seguimos siendo **cautelosos con la renta fija**, sobreponderando los tramos **cortos y medios**, por el escaso atractivo de la rentabilidad ajustada al riesgo en los vencimientos más largos. Mantenemos la **exposición al crédito** ya que creemos que el ciclo económico actual se prolongará aún más. La **deuda de mayor calidad crediticia** en los EE.UU. sigue siendo atractiva en términos relativos. Adicionalmente atribuimos 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 vehículo de diversificación suplementario de 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 datos macroeconómicos positivos 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 unos múltiplos de valoración más moderados. 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**, inversión en **crecimiento** de calidad, la **biotecnología** y el inmobiliario cotizado
- Nuestra asignación a **materias primas y oro** nos ayuda a aumentar la diversificación y a posicionar las carteras para un escenario de **inflación al alza**
- Las **inversiones alternativas** ofrecen otra 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
- **Reducimos el porcentaje de liquidez** por la introducción del tipo de interés negativo en algunas de nuestras monedas de referencia. Además reducimos la asignación a los bonos de mayor calidad crediticia a corto plazo que teníamos como alternativa al efectivo, **aumentado la exposición al crédito** en su lugar, con el objetivo de incrementar el rendimiento de la cartera

# La palabra tabú que empieza por “R”

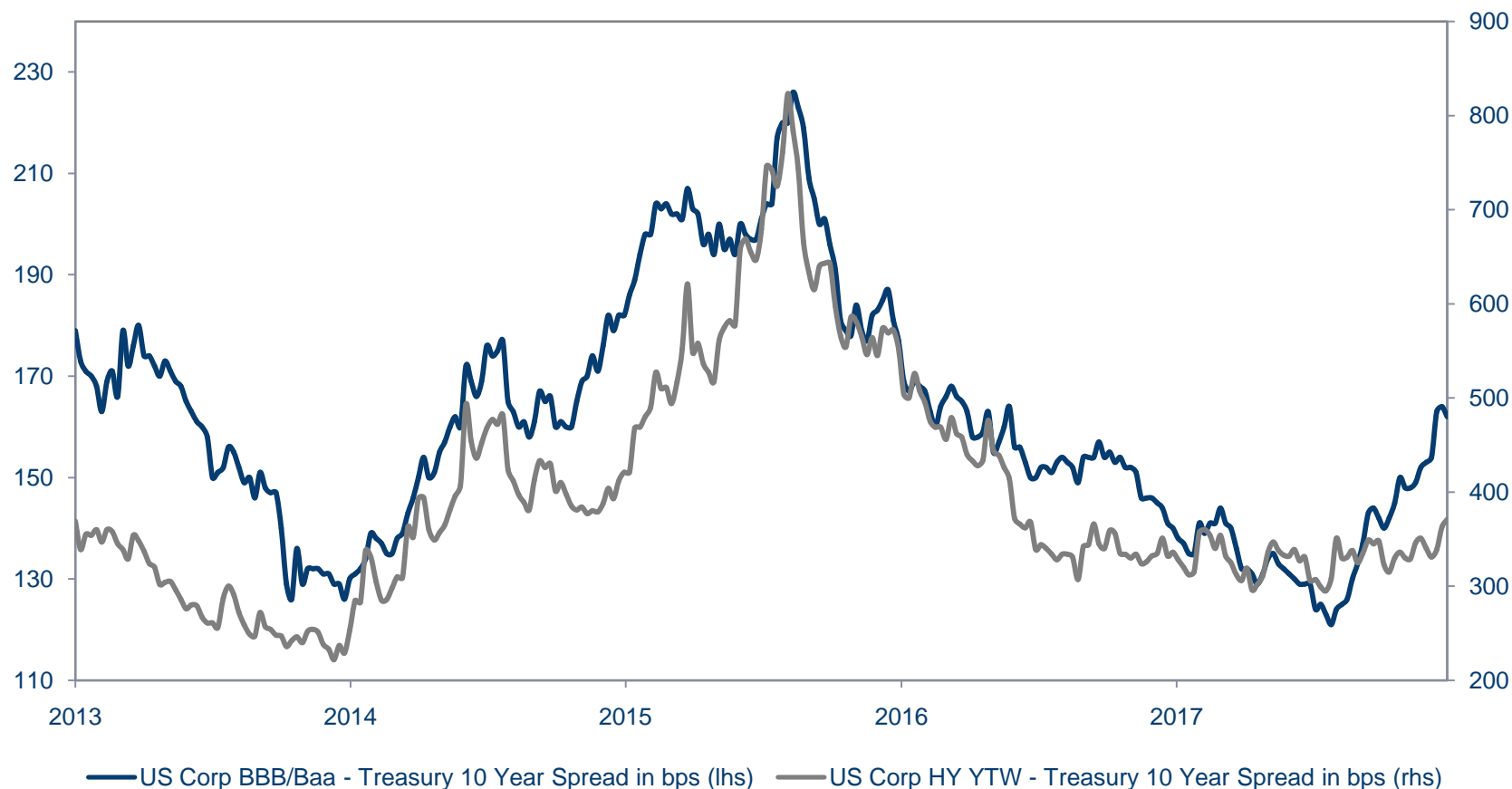


- La ansiedad sobre la **duración del ciclo económico** actual mantiene a los inversores en alerta, buscando **señales tempranas** de un giro económico
- Algunos indicadores adelantados, como la **curva de tipos**, y el hecho de que la política monetaria se esté volviendo más restrictiva, apuntan a una probabilidad cada vez mayor de una recesión en los próximos 24 meses. Sin embargo, las **condiciones financieras siguen siendo muy acomodaticias**

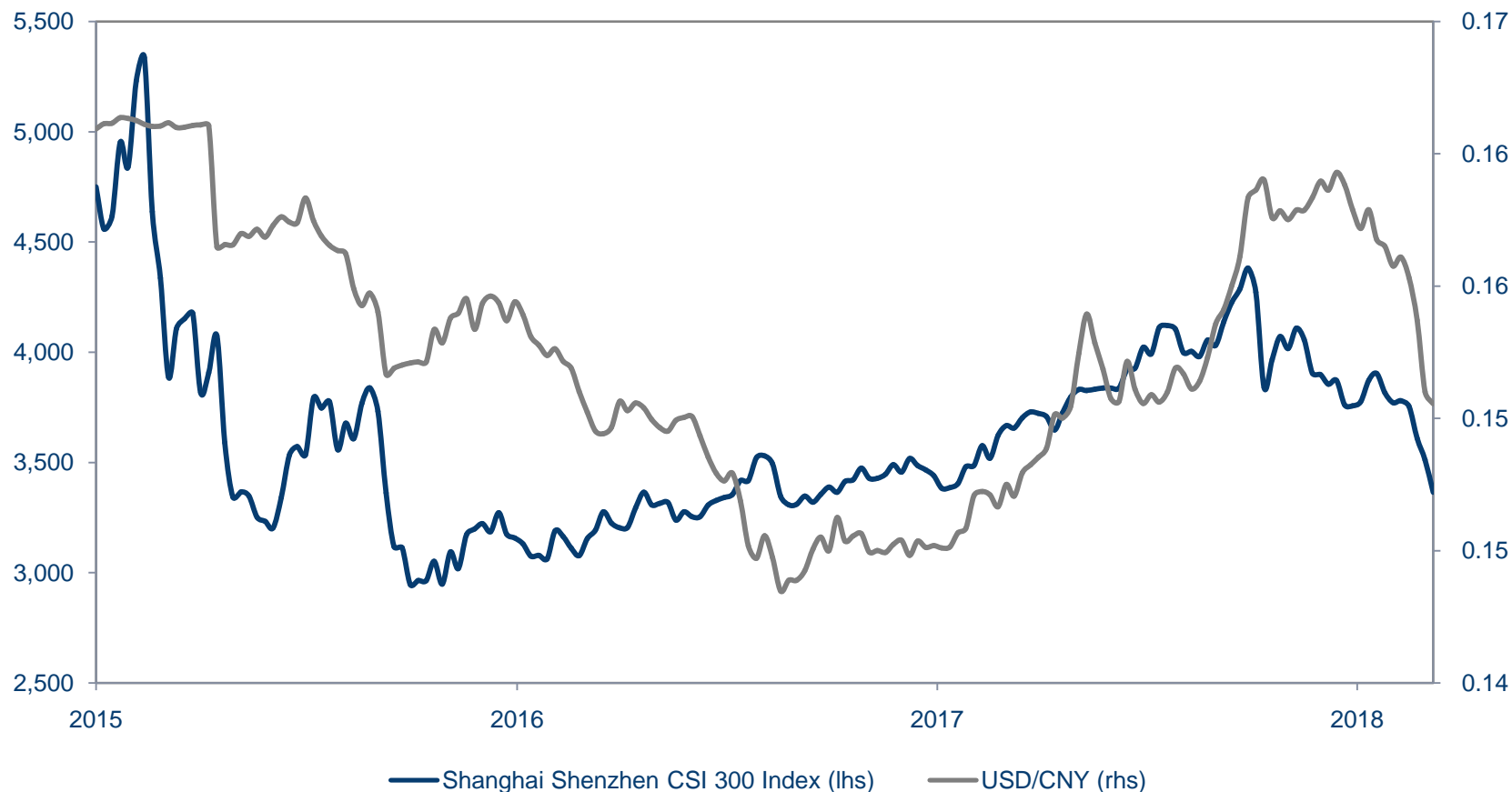


- Típicamente, llegados a este punto del ciclo, la economía es muy sensible a los **cambios en la confianza** de la actividad y del consumidor. Sin embargo, con el desempleo en mínimos históricos y el impulso proporcionado por la reforma tributaria, no vemos motivos de preocupación de momento
- El **mayor riesgo** que vemos actualmente es una **aceleración de la inflación** debido a un aumento sostenido en los costes laborales, lo que llevaría a la Fed a acelerar el ritmo de los aumentos de tipos

## Los diferenciales de crédito tendiendo al alza

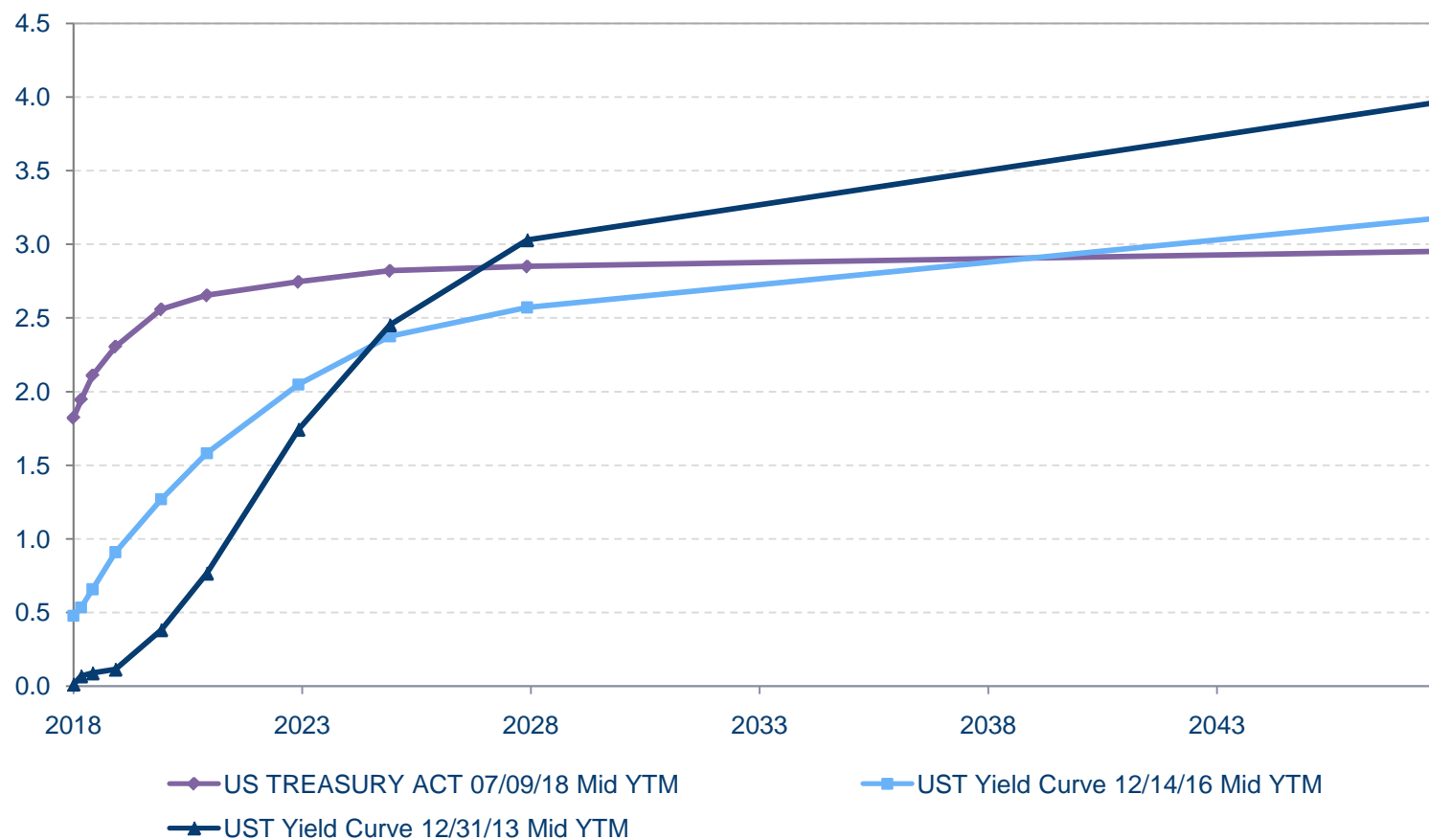


- Los **diferenciales de crédito muestran una divergencia inusual**, mientras que los diferenciales de grado de inversión se han ensanchado significativamente desde el comienzo del año, los diferenciales de “high yield” apenas se han movido
- No obstante, creemos que ambos niveles son **consistentes con la etapa actual del ciclo crediticio** y atribuimos la diferencia al mayor impacto que tienen las tasas de interés en las empresas de grado de inversión, ya que éstas se han endeudado más para financiar dividendos y recompras de acciones



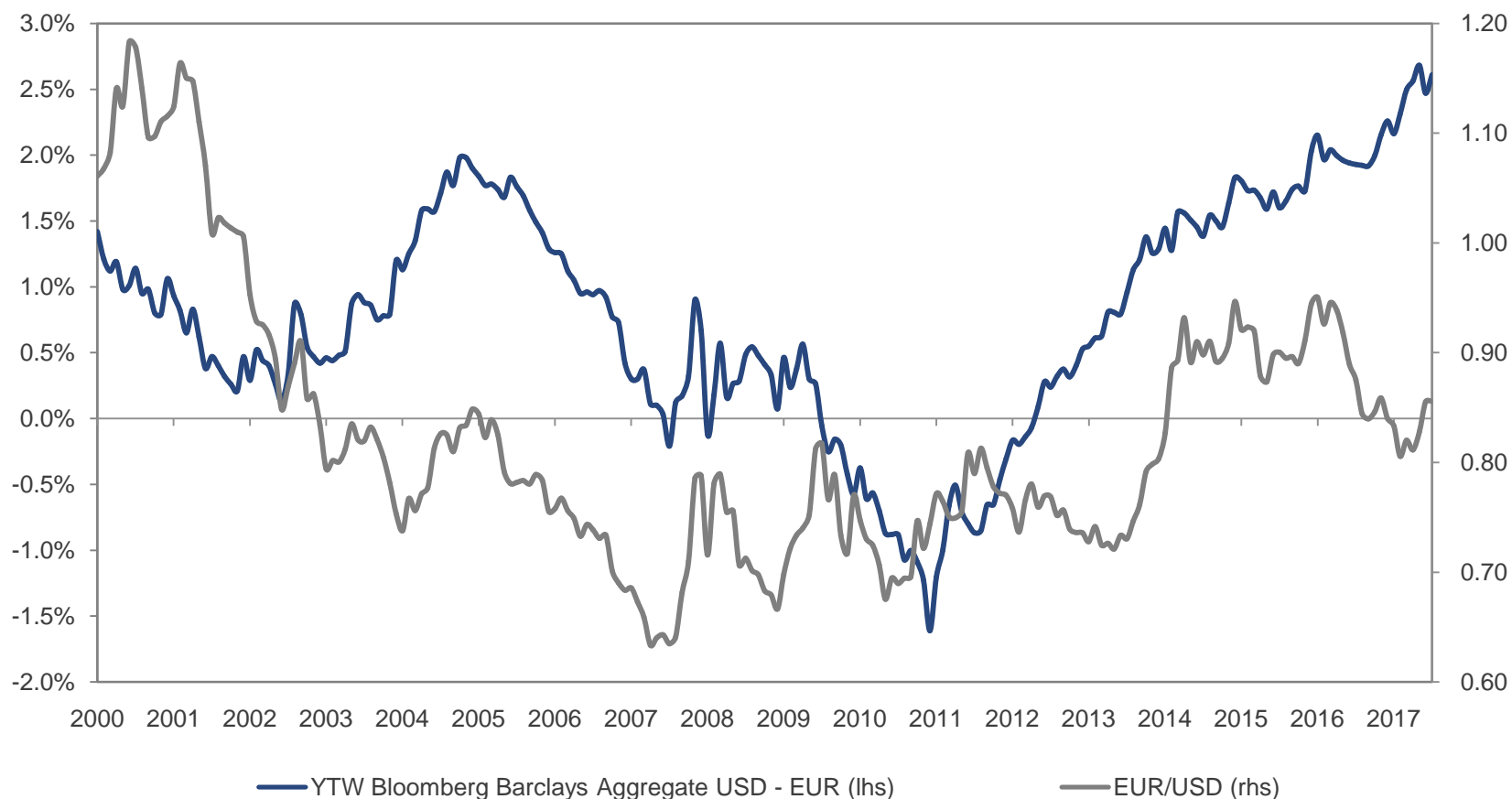
- Una escalada en el **conflicto comercial** desencadenado entre EE. UU. y China podría llevar potencialmente a la economía global al borde de una recesión
- A pesar del impacto de una guerra comercial sobre la actividad económica, que tendría un desfase temporal, las **monedas pueden actuar como un canal de transmisión**. Si las autoridades chinas dejan que el **Yuan se deprecie** como represalia a los estrictos aranceles impuestos, podría dar lugar a un **shock deflacionario** a nivel global

# Cash is king?



- El bajo crecimiento tendencial, combinado con las bajas expectativas de inflación, reprimen las tasas de interés a largo plazo, **eliminando casi por completo el prima temporal** e incentivando la acumulación de efectivo
- Esto también limita la **capacidad de la Reserva Federal para seguir aumentando las tasas** sin signos claros de inflación. Esto apoyaría el escenario de "goldilocks", aunque el menor costo de oportunidad para el efectivo hablará por múltiples de valoración más bajos

## Y el “rey dólar” reclama su trono



- A pesar de la tibia transmisión de las subidas de tipos de la Fed en los tipos a largo, el **rendimiento agregado de los bonos denominados en dólares** es muy favorable en comparación con el de las principales monedas desarrolladas
- Como referencia, desde la introducción del euro, el diferencial promedio entre los bonos denominados en dólares estadounidenses y en euros ha sido del 0,79%, y actualmente se sitúa en el 2,69%; mientras que el cambio promedio USD/EUR ha sido de 1.23



# Evolución de la cartera modelo



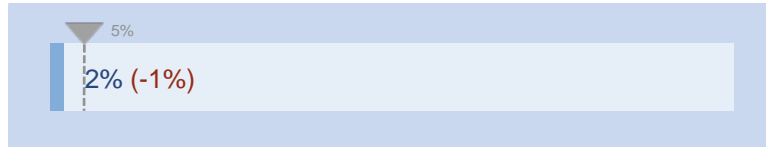
• El mes pasado, la cartera sufrió una corrección en su rendimiento particularmente debido a las posiciones en **mercados emergentes, materias primas e inversiones alternativas**

Fuente: Bloomberg a 1 de julio 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>	35% (+5%)	35% (-5%)	30%
<b>Catalizadores a corto plazo</b>			
Estímulo fiscal en EE.UU., mejoría en datos macro a escala global, disminución de las tensiones geopolíticas			
<b>Otros riesgos</b>			
Guerra comercial, proliferación de partidos populistas, desaceleración en China, terrorismo			

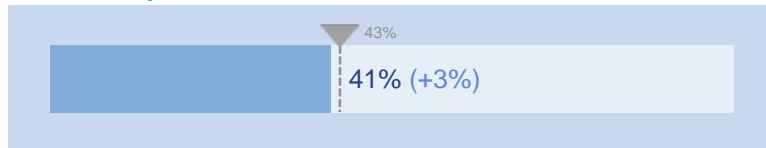
# Política de inversión MWM

## Liquidez



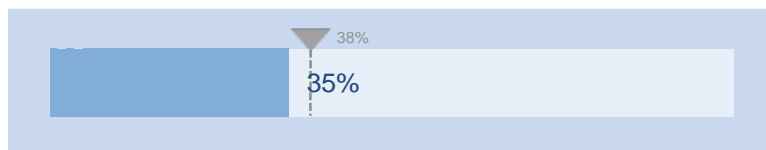
- En el entorno actual, mantener liquidez es cada vez más costoso. Por lo tanto, preferimos invertir en bonos de alta calidad a corto plazo como un sustituto del efectivo

## Renta Fija



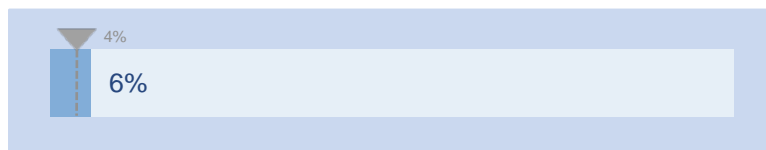
- La deuda corporativa ofrece la mejor combinación de riesgo y rentabilidad. Los bonos del Tesoro pueden beneficiarse de una desaceleración del crecimiento, aunque esto es menos probable con el estímulo fiscal, mientras que los TIPS ofrecen protección contra el aumento de la inflación
- Evitamos los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

## Renta Variable



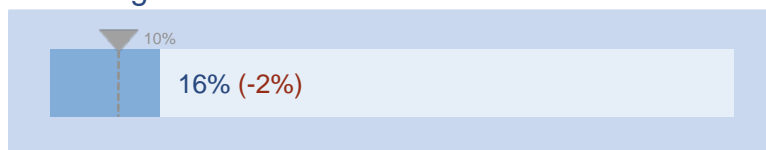
- La reforma fiscal en EE. UU. acelerará el crecimiento y reducirá los temores deflacionistas. Sin embargo, queda por ver en qué medida aumentarán las tasas de interés, lo que será un lastre para las valoraciones
- Favorecemos las inversiones en estrategias no direccionales, así como en sectores preferidos

## Materias Primas



- Los precios de las materias primas se han estabilizado. Las políticas de reflación y un aumento del gasto en infraestructura, impulsarán los precios de la energía y metales industriales
- El oro y los metales preciosos dependerán del ritmo al que aumenten tanto la inflación como de los tipos 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 rendimientos positivos de dobles dígitos en el entorno actual

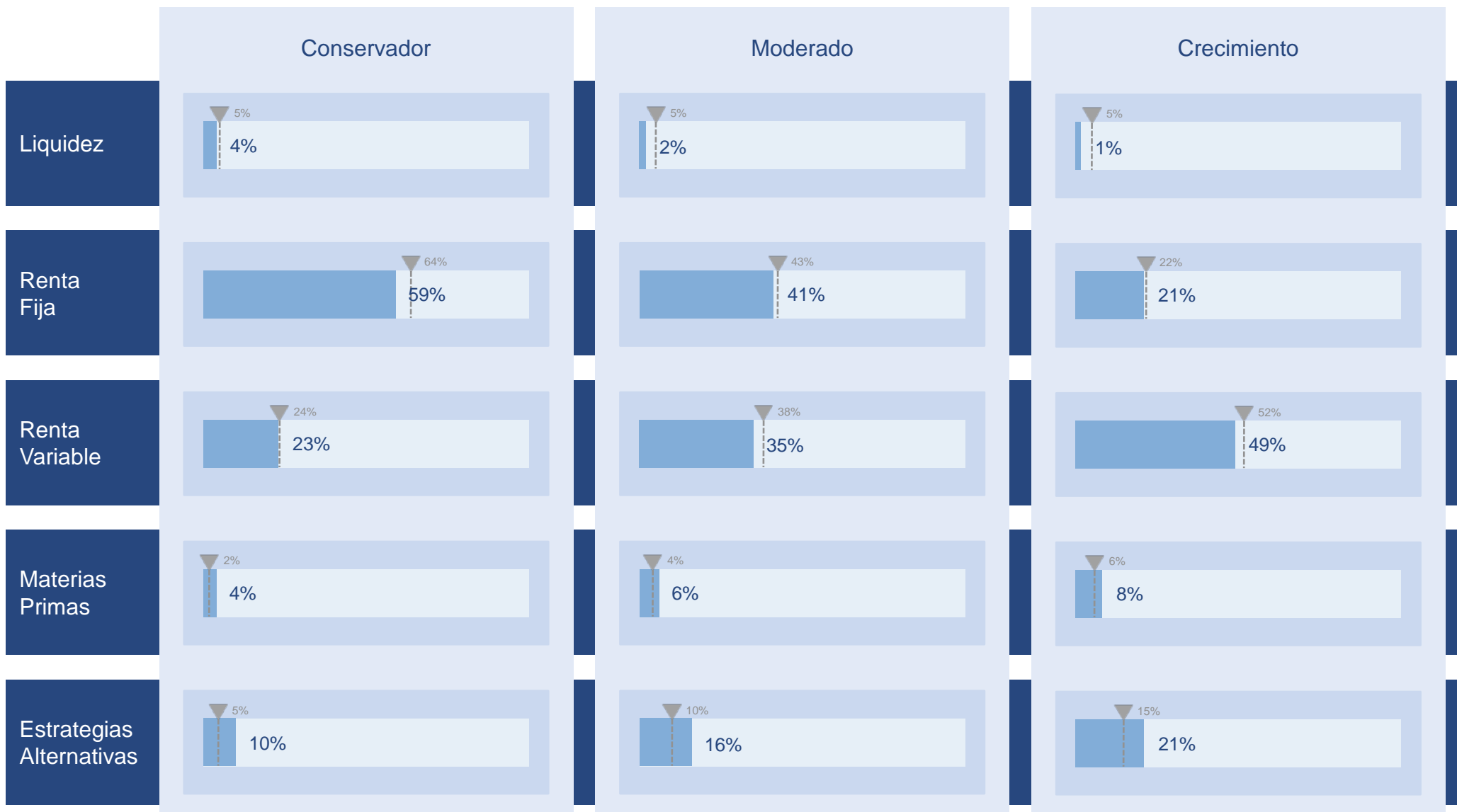
# Portafolio Modelo Moderado MWM (CH)

Liquidez	Efectivo				
Renta Fija	Tesoro EE.UU.	• Cash	2%	41%	
	Corporativos Corto-Plazo	• iShares Treasury Bond 3-7yr	3%		
	US TIPS	• iShares USD Short Duration Corporate Bond	7%		
	High Yield US	• iShares \$ TIPS	5%		
	High Yield Europa	• 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%		
	Crecimiento	• Bonus Certificate on Indices	8%		
		• Wellington Global Quality Growth Portfolio	4%		
	Japon	• Polar Capital Funds Japan	3%		
	India	• Pictet Indian Equities	3%		
	Mercados Frontera	• T.Row Price Frontier Markets Equity Fund	3%		
	Bioteología	• Polar Capital Biotechnology Fund	3%		
Inmobiliario	• Henderson Global Property Equities	3%			
Materias Primas	Diversificado	• iShares Diversified Commodity Swap	3%	6%	
	Oro	• iShares Gold	3%		
Estrategias Alternativas	Multi-estrategia	• Permal Alternative Income Strategies	2%	16%	
	Multi-estrategia	• Amura Absolute Return	2%		
	Multi-estrategia	• Franklin K2 Alternative Strategies Fund	2%		
	Multi-estrategia	• Goldman Sachs Global Multi-Manager Alternatives Portfolio	2%		
	CTA, Diversificado	• Lyxor AQR Systematic Total Return	2%		
	Cat Bonds	• Plenum CAT Bond Fund	3%		
	Private Equity	• Partners Group Global Value	3%		

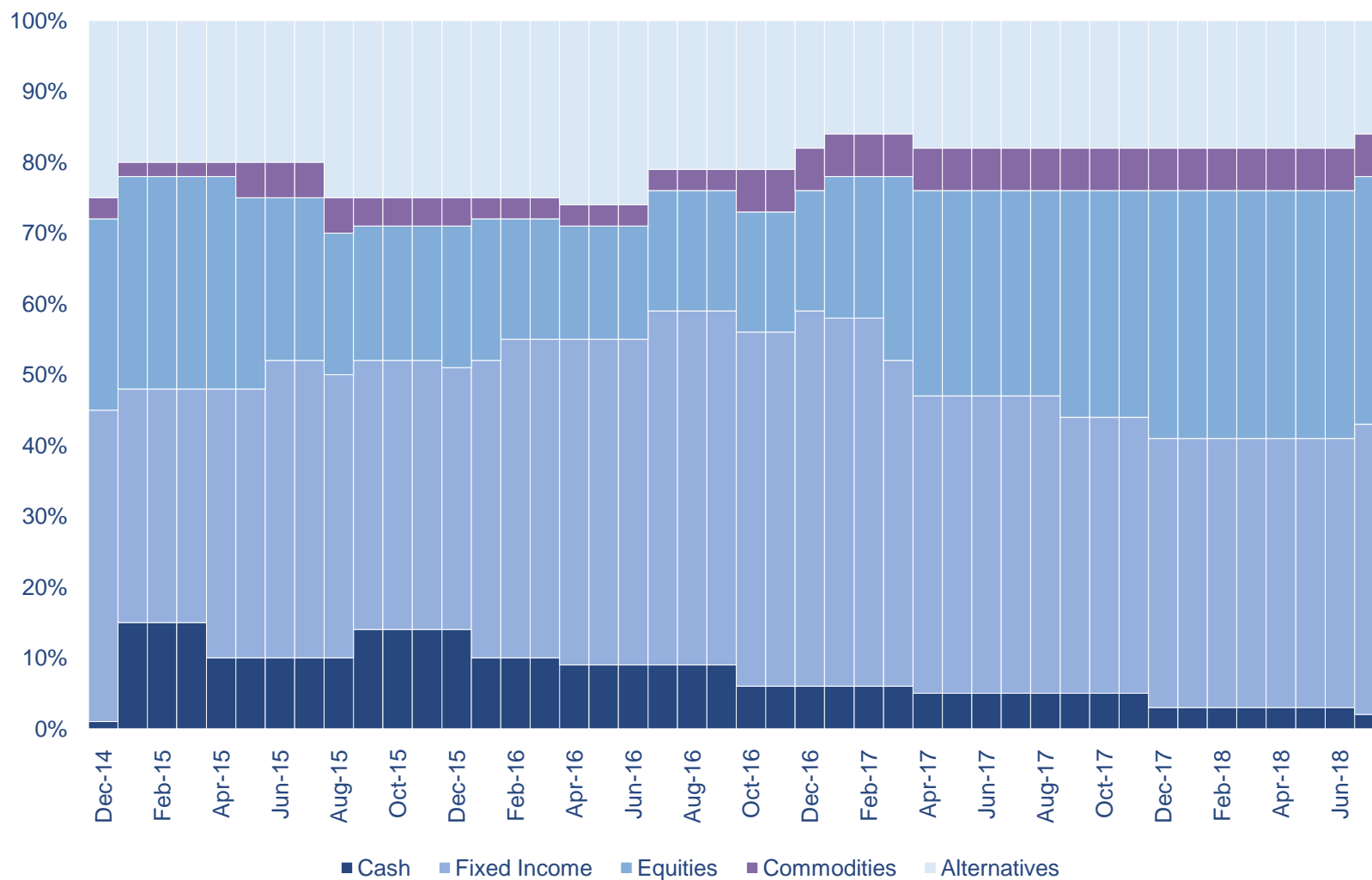
# Portafolio Modelo Moderado MWM (US)

Liquidez	Cash	• Cash	3%	2%
Renta Fija	Tesoro EE.UU.	• MFS Meridian - U.S. Government Bond Fund	3%	41%
	Corporativos Corto-Plazo	• Blackrock US Dollar Short Duration Bond Fund Class	7%	
	US TIPS	• PIMCO Global Real Return Fund USD	5%	
	Global	• Carmignac Portfolio - Global Bond	3%	
	High Yield US	• Lord Abbett High Yield Fund	3%	
	High Yield Europa	• Aberdeen Global - Select Euro High Yield Bond	3%	
	Leveraged Loans	• Franklin Floating rate II	3%	
	Deuda Subordinada	• GAM Star Credit opportunities	8%	
Convertibles	• Calamos Global Convertibles	6%		
Renta Variable	Volatilidad	• Reverse Convertibles on Blue Chips	10%	35%
		• Bonus Certificate on Indices	10%	
	Crecimiento	• MFS Meridian Global Concentrated Fund	5%	
	Alto Dividendo	• Schroder Global Dividend Maximizer	5%	
	Japón	• GAM Star Japan Equity Fund	3%	
	India	• Franklin India Fund	3%	
	Mercados Frontera	• Templeton Frontier Markets	3%	
	Bioteología	• Franklin Biotechnology Discovery Fund	3%	
Inmobiliario	• Henderson Global Property Equities	3%		
Materias Primas	Diversificado	• iShares Diversified Commodity Swap	3%	6%
	Oro	• iShares Gold Trust	3%	
Estrategias Alternativas	Multi-Estrategia	• Franklin K2 Alternative Strategies Fund	6%	16%
	Multi-Estrategia	• Blackrock Multi-Manager Alternative Strategies Fund	5%	
	CTA, Diversificado	• Permal Alternative Income Strategies	5%	

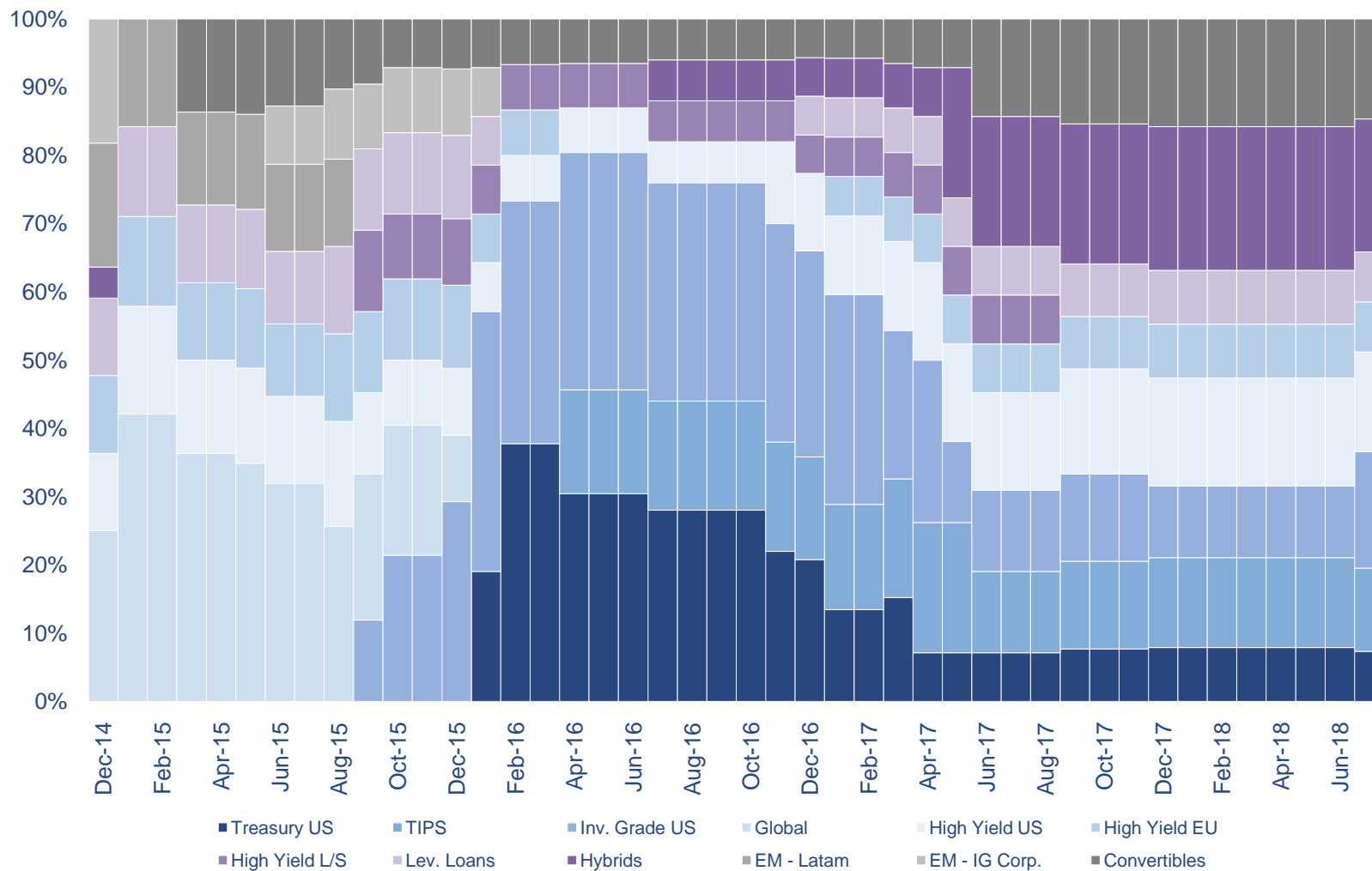
# Perfiles de Inversión MWM



# Portafolio Modelo MWM – Asignación de activos

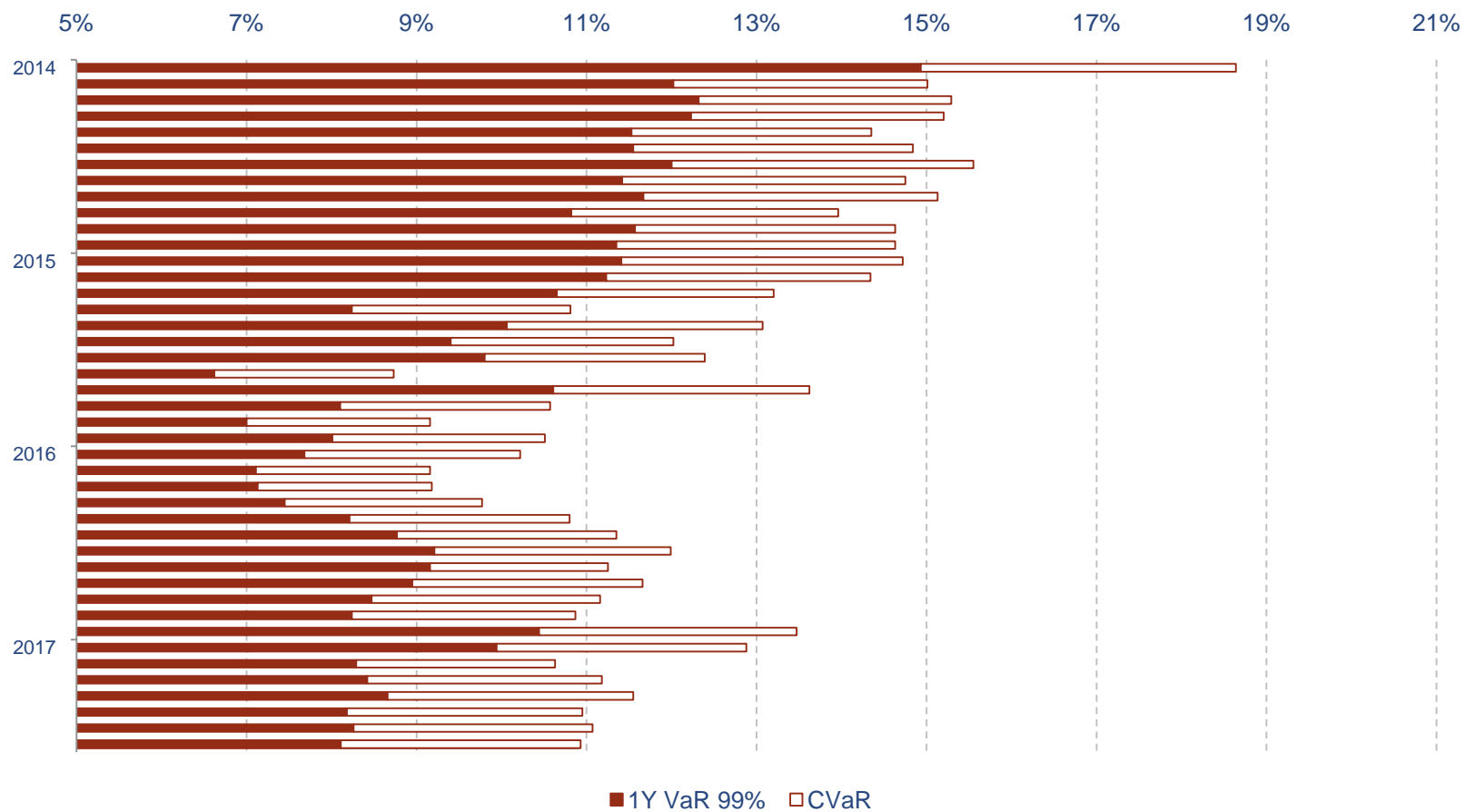


# Portafolio Modelo MWM – Asignación de renta fija

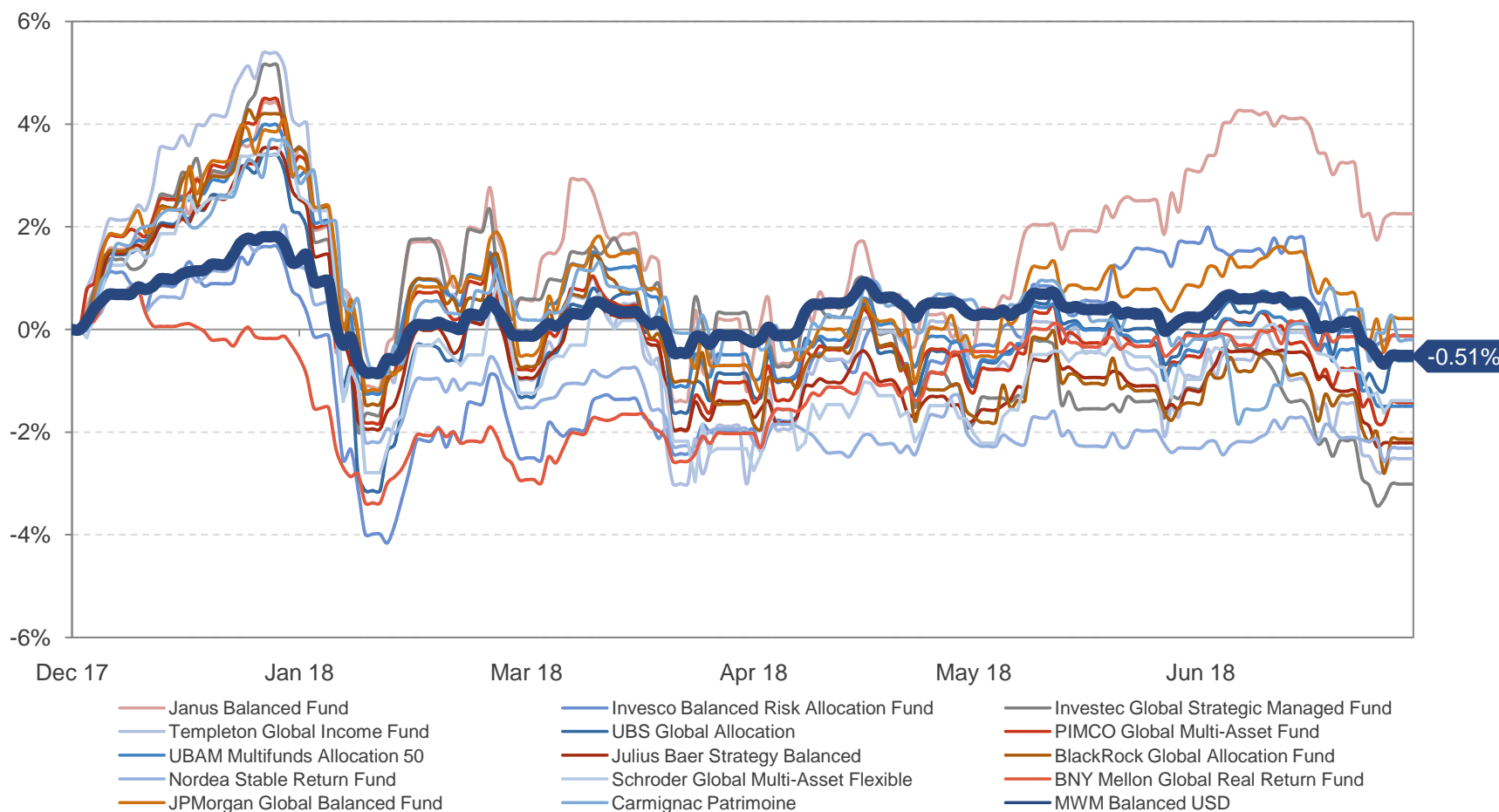




# Portafolio Modelo MWM – VaR

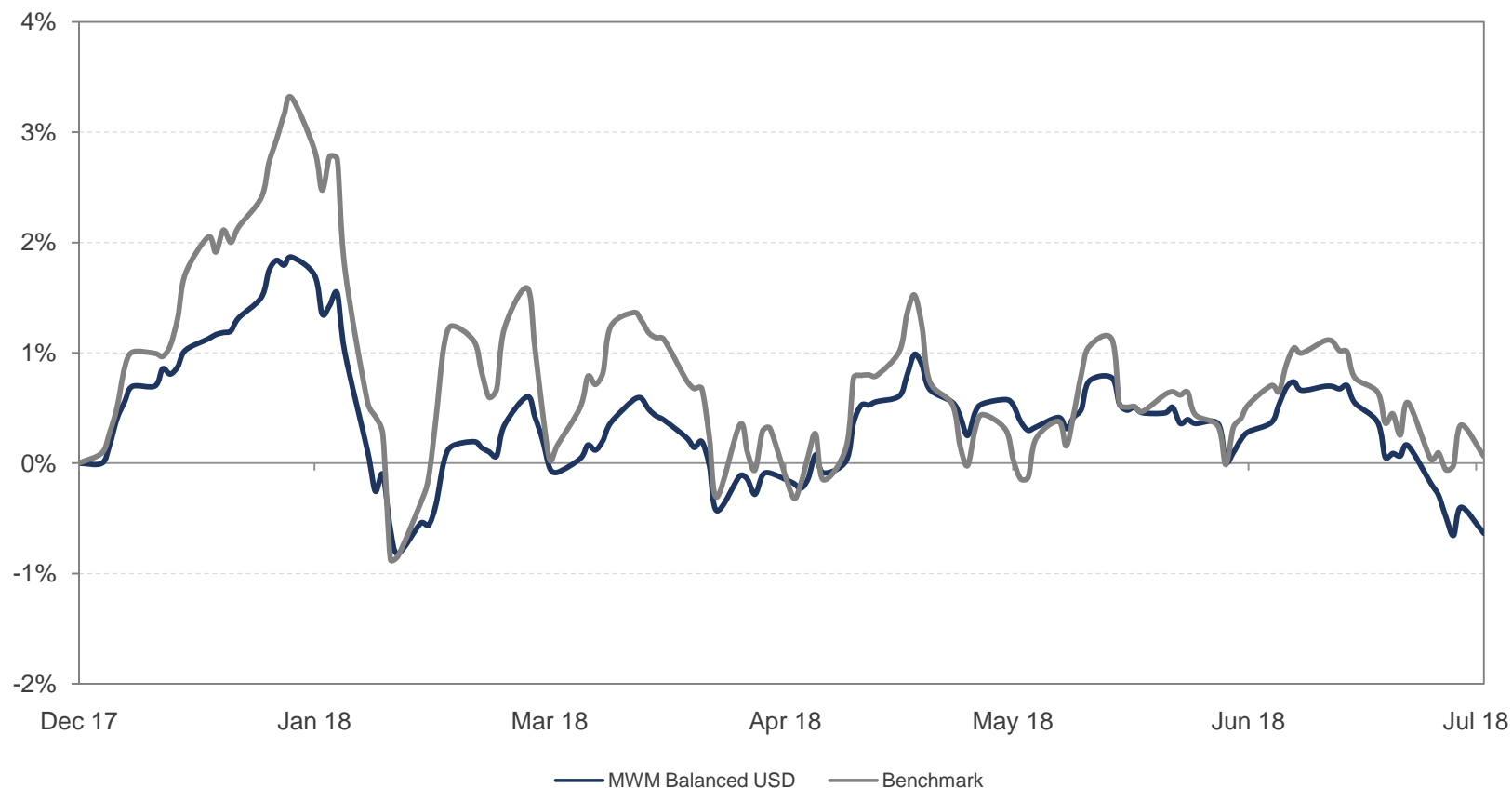


# Portafolio Modelo MWM – Comparativa



- Rentabilidad absoluta (en el año<sup>1</sup>): 7 de 15
- Desviación estándar (1 año<sup>1</sup>): 1 de 15
- Riesgo a la baja (1 año<sup>1</sup>): 1 de 5
- Sharp Ratio (1 año<sup>1</sup>): 6 de 15

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

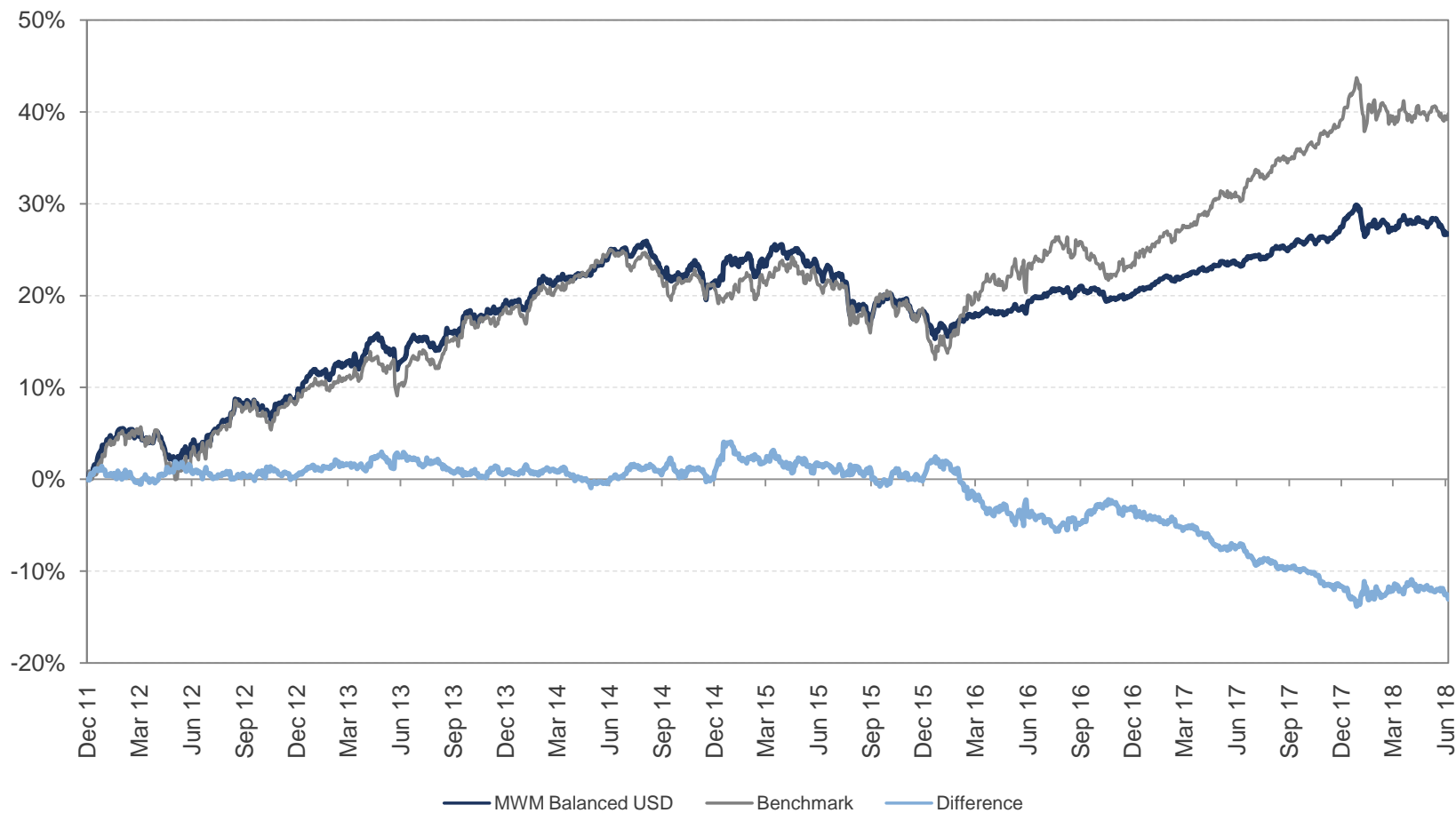


- **Rentabilidad absoluta** (en el año<sup>1</sup>): **-0.58%** vs. **0.51%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Desviación estándar** (en el año<sup>1</sup>): **2.97%** vs. **5.14%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Riesgo a la baja** (en el año<sup>1</sup>): **2.35%** vs. **4.01%** Benchmark<sup>2</sup>
- **Sharp Ratio** (en el año<sup>1</sup>): **-0.11** vs. **0.54** Benchmark<sup>2</sup>

<sup>1</sup> A 1 de julio 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)

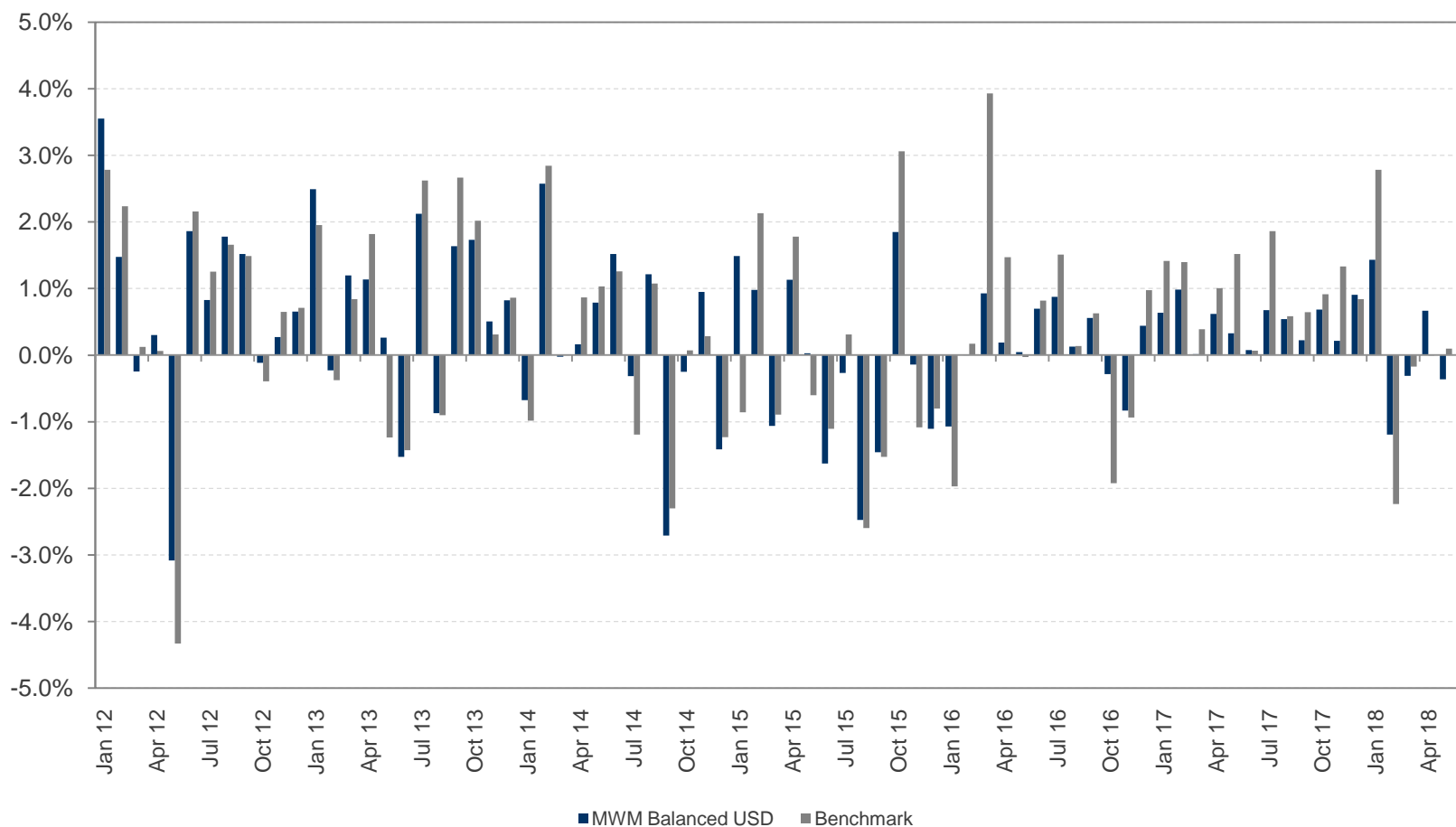


- Rentabilidad absoluta (1 año<sup>1</sup>): **2.70%** vs. **7.00%** Benchmark<sup>2</sup>
- Rentabilidad absoluta (3 años<sup>1</sup>): **3.33%** vs. **15.40%** Benchmark<sup>2</sup>
- Rentabilidad absoluta (Desde enero 2012<sup>1</sup>): **27.68%** vs. **33.78%** Benchmark<sup>2</sup>

<sup>1</sup> A 1 de julio 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>): 2.97% vs. 5.14% Benchmark<sup>2</sup>**
- **Riesgo a la baja (1 año<sup>1</sup>): 1.88% vs. 3.21% Benchmark<sup>2</sup>**
- **Sharp Ratio (1 año<sup>1</sup>): 0.54 vs. 1.38 Benchmark<sup>2</sup>**
- **Var 95% - 1day (1 año<sup>1</sup>): -0.22% vs. -0.41% Benchmark<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> A 1 de julio 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.