

2021

INFORME MENSUAL

Marzo

Índice

- Introducción
- Entorno Macroeconómico
- Resumen de Mercados
- Recomendaciones
- Evolución Fondos Welzia
- Tema del Mes
- Miscelánea
- Análisis Técnico

Introducción

“El efecto mariposa, término acuñado por el meteorólogo estadounidense Edward Norton Lorenz, se aplica para explicar las teorías del caos, donde el aleteo de una mariposa en Brasil puede originar un tornado en Texas...”

El mes de febrero, ha estado marcado sin duda por el rápido movimiento de caída de los precios de la deuda pública americana de mayor plazo, que ha elevado la rentabilidad (yield) del bono a diez años desde cerca del 1% al 1,40% provocando una serie de movimientos sísmicos colaterales en otra serie de activos, poniendo en marcha un rápido “reflation trade” en el mercado.

A medida que transcurren las semanas, el ritmo de vacunación se dispara en algunos países como Estados Unidos, Reino Unido o Israel, y demuestra la eficacia de las mismas. La tercera ola del virus poco a poco va remitiendo y se va poniendo en precio la paulatina apertura de los países y el comienzo de la movilidad, lo cual revitaliza algunas temáticas de reapertura, con buenos comportamientos de compañías relacionadas con el turismo, como hoteles y aerolíneas, por ejemplo.

Del mismo modo, la mejora de datos macro sigue poniendo, sobre el papel, una recuperación rápida, una salida bastante fuerte de la crisis, muy diferente de la anterior recesión (la llamada gran crisis financiera), que afectó de forma duradera a la actividad económica y dejó cicatrices mucho más profundas en lo que a crecimiento económico se refiere. Estados Unidos, gracias a su agilidad y respaldado por una fuerte expansión fiscal, recuperará la senda de crecimiento económico, previa a la crisis, durante el segundo semestre de este mismo año.

Esta mejora viene acompañada de un proceso de normalización de los tipos de interés de mayor plazo, dado que los tipos a corto plazo no se van a mover, habida cuenta de las manifestaciones de los bancos centrales al respecto. Pero la pendiente de las curvas comienza a subir, los bonos recuperan el terreno perdido, dejan de descontar niveles deflacionistas y recesionistas y vuelven a los niveles previos al comienzo de la crisis, al igual que lo han hecho otros activos como el petróleo. Esta subida de los precios de la energía, junto con la del precio de otras commodities, también lleva al alza las expectativas de inflación que se sitúan en niveles cercanos a los máximos de los últimos años, añadiendo más presión a los tipos del largo plazo.

Todo ello provoca una fuerte rotación sectorial “value”, con fuertes alzas en sectores como energía y financieras y debilidad en sectores más defensivos o más “bond proxies”, donde el alza de la yield de los Treasuries reduce algo la valoración de dichos activos; hablamos de compañías eléctricas y de consumo estable, como alimentación y bebidas, salud o incluso algunas compañías tecnológicas, que también han visto sufrir sus cotizaciones durante algunos momentos del mes. Incluso con fuertes caídas si hablamos de algunos sectores de tecnología más puntera, donde las alzas habían sido mucho mayores y que se toman un respiro durante este mes. El ejemplo paradigmático es Tesla, que después de alcanzar máximos, retrocede un 15% en el mes de febrero y está en negativo en el conjunto del año; aunque se podría decir lo mismo de otros segmentos como los de energías limpias, que retroceden desde máximos casi un 20% en lo que llevamos de año.

En nuestro tema del mes, analizaremos con mayor profundidad el escenario de alzas de tipos y las consecuencias para los activos de riesgo de dicho comportamiento.

Entorno Macroeconómico

Europa



Al igual que en Estados Unidos, donde la expresidenta de la FED Janet Yellen vuelve a la actividad política como secretaria del tesoro, el mes de febrero nos deja la vuelta a la actividad del expresidente del BCE, Mario Draghi, aunque esta vez como primer ministro de Italia. Tras su nombramiento por el presidente de la república Mattarella, logra los apoyos necesarios para formar gobierno. Veremos si puede sobrevivir al caos de la política italiana o termina sucumbiendo como sus anteriores predecesores. De momento ha servido para que se reduzca la prima de riesgo y la bolsa italiana haya liderado las subidas europeas en buena parte del mes de febrero.

Alemania reportó datos de PIB del cuarto trimestre, con una cifra de crecimiento de un 0,3%, lejos de la subida del 8,5% del tercer trimestre, mostrando la debilidad económica causada por la tercera ola del virus. Una crisis que ha liquidado la tradicional austeridad alemana y les ha llevado a acumular el mayor déficit desde la reunificación alemana, con una cifra del 4,2%

Aun así, la locomotora alemana sigue marcando el ritmo del crecimiento económico, ya que el conjunto de la eurozona sufre una caída del PIB del -0,6%, destacando entre otras las caídas de Francia (-1,4%) o Italia (-2%).

Otro de los que mejor ha terminado el año, ha sido el Reino Unido, con un crecimiento del PIB del 1%. Pero más allá de la evolución de la economía, destaca sobre todas las cosas, el ritmo de vacunación del país, que lidera las estadísticas

en el continente europeo. Un total de 20 millones de personas han obtenido la primera dosis, a un ritmo de vacunación medio cercano a las 358.000 dosis diarias. Esto supone que han recibido la primera dosis 30 personas por cada 100 habitantes. Este ritmo, junto con el aparente descenso de casos graves y hospitalizaciones promueve el anuncio de Boris Johnson de unas fases de apertura que alcanzarán su máximo grado a las puertas del verano (no antes del 21 de junio), donde se podría relajar del todo las limitaciones.

Mientras tanto, al igual que el resto de países, el año termina con un fuerte déficit fiscal para el Reino Unido, y ahora en 2021, con un fuerte crecimiento esperado, el ministro de hacienda (Chancellor of the Exchequer) Rishi Sunak, amenaza con subidas impuestos. Eligiendo quizá el camino más ortodoxo de entre todos los países desarrollados, y mandando posiblemente un mensaje al resto.

Las encuestas económicas alemanas siguen mostrando una divergencia entre la situación actual y las expectativas futuras, que siguen mejorando; las expectativas de la encuesta IFO pasaron de 91,5 a 94,2, mientras que las de la encuesta ZEW se incrementaron de 61,8 a 71,2.

Una de las cifras que más han contrastado con el ambiente reinante en los últimos tiempos, han sido los datos de inflación CPI, que fueron menor de lo esperado (0,3% cuando se esperaba 0,4%)

Las cifras de empleo en Europa siguen siendo un indicador retrasado, en Alemania, a pesar de que la tasa de desempleo sigue en el 6% el mes de febrero dejó un incremento de 9.000 desempleados cuando se esperaba un recorte cercano a 10.000. La agencia de empleo alemana indica que hay 2,39 Millones de empleos con recortes horarios, producto de los ajustes por las restricciones causadas por la crisis.

Los planes de estímulo europeos, como la vacunación, siguen a un ritmo lento. Pendientes de temas burocráticos, siguen sin llegar, y en



algunos casos levantan suspicacias como la del Consejo de Estado de España.

Entorno Macroeconómico

Estados Unidos



Desde el punto de vista político, el mes de febrero fue testigo del segundo intento, y segundo fracaso, de lograr un “impeachment” a Donald Trump (por incitación a insurrección en este caso).

Sin embargo, los demócratas sí consiguen la aprobación en el congreso del nuevo paquete de estímulos “American Rescue Plan Act” valorado en 1,9 Billones de dólares por 219 votos a favor frente a 212 en contra. El plan deberá ser refrendado en el senado, donde la mayoría del partido de Biden es más exigua.

Llama la atención la necesidad de los estímulos en un momento en el que la locomotora americana sigue dando muestras de fortaleza. El ISM manufacturero, sigue estando en niveles expansivos, y después de alcanzar uno de los niveles más altos del indicador en diciembre (60,5) sigue confortablemente por encima de 58 en enero y en febrero vuelve a sorprender al alza

con un dato de 60,8. Y se muestran ciertos datos de disrupciones en las cadenas de montajes, como el caso de los semiconductores en la producción de coches.

Uno de los aspectos más llamativos de esa publicación, fue el nivel de precios, con la lectura más alta desde el 2011. Los servicios, medidos por el ISM también indicaron un buen comportamiento, con una subida del 57,2 de diciembre al 58,7 de enero.

Las ventas retail, empujadas por los últimos cheques de la administración Trump, suben un llamativo 5,3% (cuando se esperaba un 1%). En el desglose por conceptos, se constata un fuerte incremento en electrónica y muebles. A pesar de estas cifras, Janet Yellen, secretaria del tesoro sigue apoyando el plan fiscal de Biden, alegando que el empleo sigue flojo, y que la tasa de desempleo real es más alta de la que figura en las estadísticas, por lo que es preciso todavía aumentar los estímulos.

Algo en lo que coincide con Jerome Powell, que durante este mes tuvo oportunidad de dar su visión en un par de ocasiones, ante el comité de política monetaria en el congreso, donde indicó que su objetivo principal sigue siendo el empleo; que, aunque está cifrado en el 6,3%, la tasa de desempleo es más cercana al 10%. Indicó que durante la crisis se perdieron 22 millones de empleos y sólo se han recuperado 12 millones, por lo que la prioridad de la FED será la vuelta del empleo y dejarán la inflación como algo secundario durante un tiempo.

Otro de los aspectos más destacados del mes ha sido la ola de frío polar que ha asolado el sur de estados unidos, mostrando las carencias en las redes energéticas de algunos estados como Texas. Refinerías y oleoductos se vieron perjudicados y tuvieron que parar su producción. Quizá esto sea un aliciente para la aprobación de un paquete de estímulo centrado en infraestructuras, frecuentemente citado por los



demócratas, pero que hasta ahora no ha sido presentado.

Resumen de Mercados

Mercado Monetario



El movimiento de repunte de expectativas de inflación y de repunte de la pendiente de la curva en estados unidos, ha afectado muy ligeramente a los tramos más cortos de la curva que siguen anclados. Los futuros americanos, eso sí, han comenzado a cotizar subidas de tipos en 2023. Las manifestaciones de los banqueros centrales, sin embargo, siguen dibujando un escenario de tipos bajos durante mucho tiempo, preocupados más por el crecimiento y el desempleo que por la inflación.

El Euribor a 3 meses aumenta cerca de un par de puntos básicos, hasta el -0,53%. El Euribor a 12 meses también repunta 3 puntos básicos hasta -0,48%.

Renta Fija



Los grandes movimientos de los mercados en el mes de febrero han tenido como centro neurálgico la yield del treasury americano. El repunte de los tramos largos de la curva ha provocado un fuerte empinamiento de la misma y ha llevado la rentabilidad de los mismos a niveles previos a la crisis. El 10 años, que cotizaba cerca del 1% en enero, alcanzó un máximo en el 1,60% el jueves 25 de febrero, momento de máxima tensión, el 30 años alcanzó máximos de 2,39%. Pero no solo afectó a los bonos más largos, la parte intermedia de la curva también repuntó, el 5 años, que cotizaba en 0,40% alcanzó un máximo de 0,86%.

Para poner en perspectiva los movimientos en la yield de los bonos, podemos traducirlo en movimientos de precio; por ejemplo, un bono americano con vencimiento 2042, sufre una caída de un 6,25% solo en el mes de febrero. Desde la llegada de las vacunas pierde cerca de un 10%.

El Bund, equivalente al treasury en Alemania, partía de un terreno negativo en -0,54% y cerraba el mes en -0,26%. Un buen repunte de rentabilidades que ha llevado a otros bonos como el bono a 10 años francés a cotizar en positivo. La prima de riesgo italiana, se ha visto favorecida por la llegada de Draghi al gobierno y se estrecha unos 10 puntos básicos en el mes, en contraste con las ligeras ampliaciones de las primas española o portuguesa.

Los spreads de crédito se mantuvieron relativamente estables hasta los últimos compases del mes, donde el alza de las yield provocó volatilidad en las bolsas y contagio al resto de activos de riesgo. Sobre todo, el contagio a tecnología, hace que las caídas sean más fuertes en bonos convertibles que en High Yield o en los subordinados financieros (cocos o At1) que caen prácticamente en las últimas sesiones del mes.

La renta fija emergente, sufre más por su alta duración, que por parte de su spread de crédito, que ha estado más tranquilo.

Resumen de Mercados

Renta Variable



Las bolsas han bailado al son de los tipos de interés, que han producido rotaciones sectoriales importantes dentro de los mismos.

Ello no impidió que las bolsas americanas volvieran a marcar máximos históricos a mediados de febrero, dejando al S&P 500 a las puertas de los 4.000 puntos, al Nasdaq 100 cerca de los 14.000 puntos o al Nikkei rompiendo los 30.000 puntos por primera vez desde hace casi 30 años.

Los movimientos de rotación, acompañando el alza de la yield de los bonos, aúpan las estrategias de reflación y castigan a los sectores más defensivos o “bond proxies”, incluidos algunos sectores tecnológicos.

El sector más destacado fue el de las compañías de energía, con subidas por encima del 20%, acompañando al precio del petróleo que sigue por encima de los 60\$/barril. Las compañías de energías limpias, sin embargo, se toman un respiro durante el mes, tras las fortísimas alzas del año anterior y pierden cerca del 13%

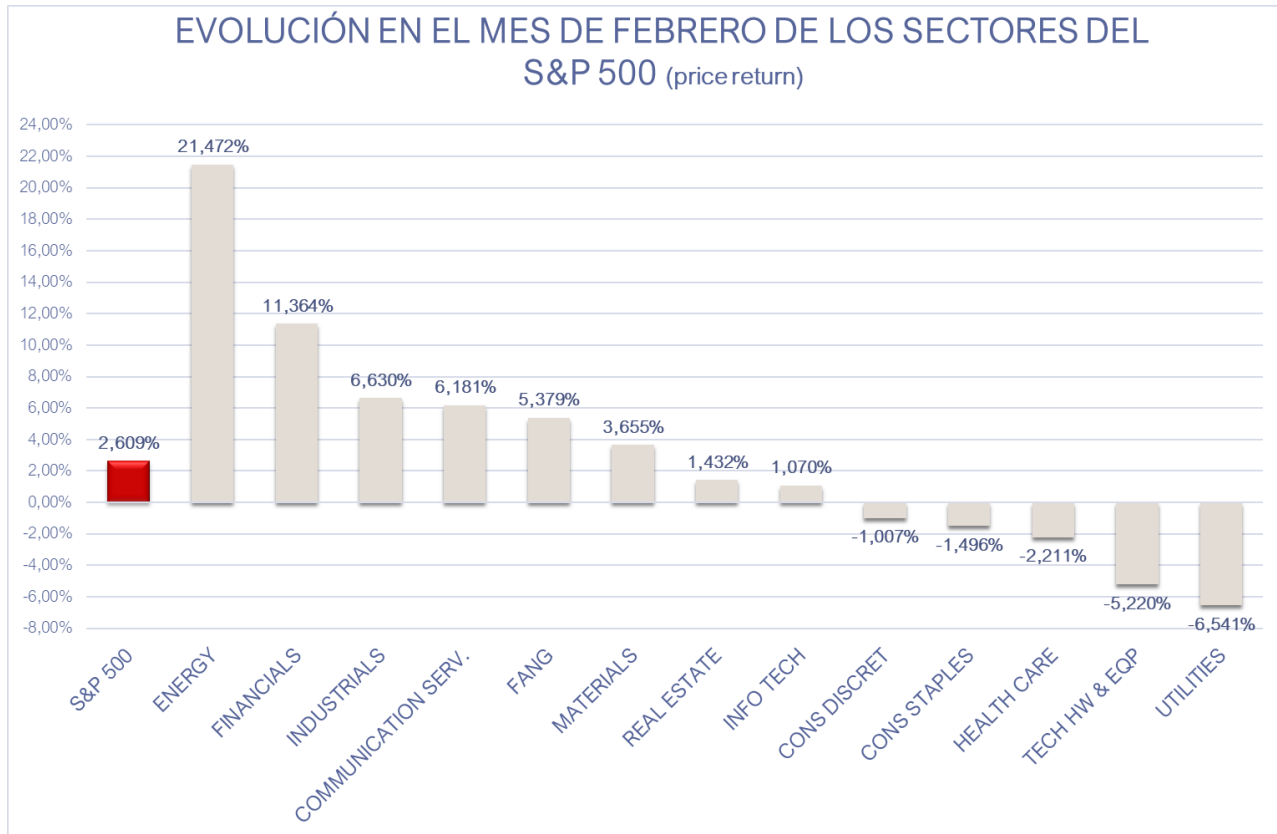
Las financieras siguen animadas por la mejora económica y el empinamiento de la curva, lo que las sitúa como segundo mejor sector del mes con alzas por encima del 11% y anima a todos los fondos y estrategias value.

Los sectores con ingresos más estables y con valoraciones más elevadas, donde el descuento de flujos a unos tipos más altos perjudica los precios de cotización, han sido castigados durante el mes: utilities, consumo estable, salud. Lo cual también ha lastrado a estrategias factoriales de mínima volatilidad y a las compañías de calidad, que en la mayoría de los casos han estado más paradas en este período.

La temporada de resultados del cuarto trimestre de 2020 nos ha dejado unas cifras positivas, con las compañías sorprendiendo positivamente en ventas (+3%) y, sobre todo, en beneficios (+17%). Sin embargo, la evolución de las compañías tras la presentación, parece indicar que algunas de esas sorpresas no lo eran tanto y el mercado tenía bastante descontado esos datos positivos, ya que estas compañías no subieron apenas tras la publicación. Aquellas que publicaron por debajo de lo esperado, sí que sufrieron la ira del mercado y tuvieron un comportamiento mucho más negativo.

Las acciones tecnológicas más de moda, podríamos decir, han sufrido bastante a final de mes. Destacamos Tesla, que después del anuncio de compra de Bitcoins para su balance, ha cerrado el mes con una caída cercana al 15%, lo que le lleva a negativo en el conjunto del año.

Si hiciéramos un estudio factorial, tomando datos de ETFs, veríamos que los sectores Value han subido por encima del 5% en el mes, mientras que la Mínima Volatilidad pierde cerca de un -1,40%. Las compañías de momentum terminaron con mucha debilidad el mes, con caídas cercanas al -3%.



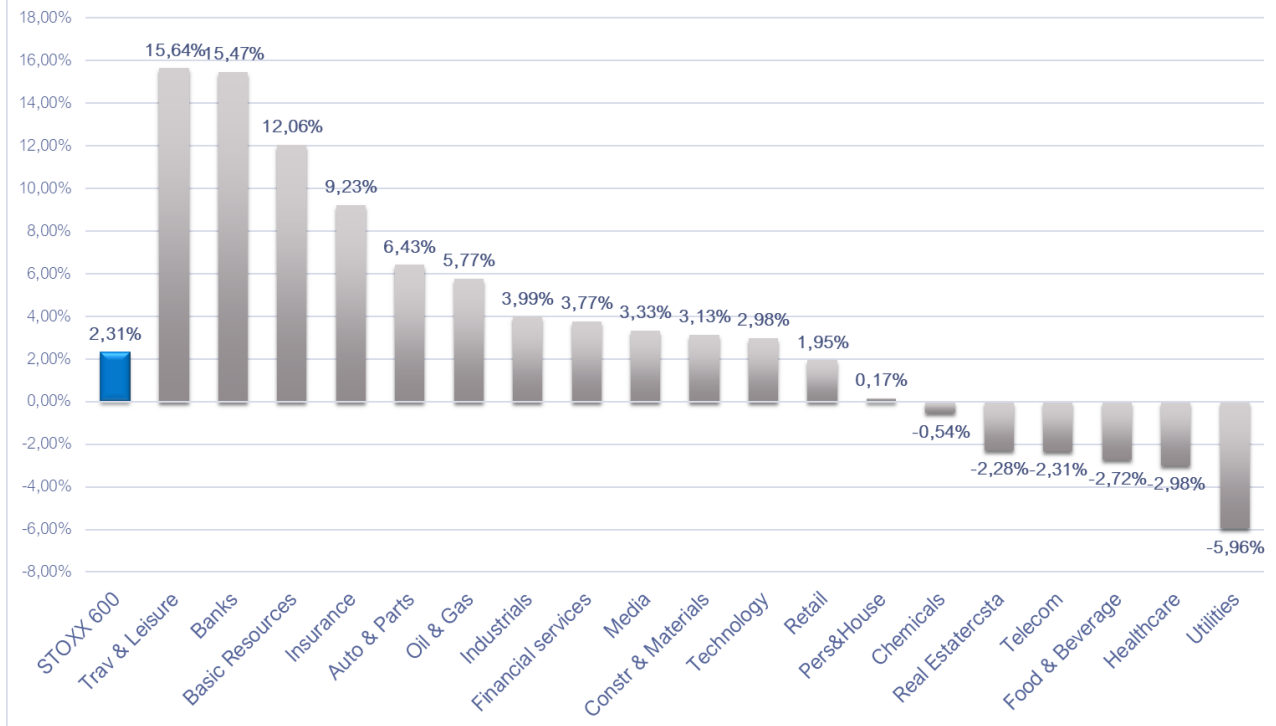
FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

El comportamiento sectorial en Europa ha estado marcado también por el incremento de los tipos del largo plazo. Al comportamiento positivo de reflación de las financieras (bancos y seguros) se le suma el fuerte componente de materiales, las mineras siguen acompañando los precios récord de las commodities, compañías como Rio Tinto o Angloamerican suben cerca del 10% en el mes.

Pero el incremento mayor se ha producido en el sector turístico, animado por el ritmo de vacunación en algunos países y por las noticias de la efectividad de las mismas. Boris Johnson anuncia un plan de desescalada y apertura de la economía que se culminará a finales de junio, cuando el país recupere la normalidad. Esto, junto a la noticia de la aprobación de la vacuna de Johnson & Johnson por la FDA, da un impulso al sector y vemos fuertes revalorizaciones en compañías como IAG que sube un 37% en el mes, Meliá un 30%, Aena un 10% lo que favorece la subida del Ibex 35 (+6,03%) frente a los agregados europeos como el Eurostoxx 50 (+4,45%) o el Stoxx 600 (+2,31%).

En el vagón de cola, nuevamente y afectadas por las subidas de los bonos, tenemos a sectores como las utilities, que en conjunto caen cerca de un 6%. Si nos centramos en algunos ejemplos, Iberdrola pierde un -6,79% en febrero, Red Eléctrica un -11,46%. En el mismo tren, y del mismo modo sufriendo por la rotación sectorial y las mejores perspectivas económicas, tenemos a consumo estable, como alimentación y bebidas y salud. Compañías como Nestlé caen un -5%, Roche o Sanofi caen un -3% y un -1,75% respectivamente.

EVOLUCIÓN EN EL MES DE FEBRERO DE LOS SECTORES DEL STOXX 600 (price return)



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

Destaca en el mes el comportamiento de la bolsa japonesa; el índice Nikkei 225 recupera los 30.000 puntos, ¡pasados 30 años! Fueron niveles que se vieron a finales de los años 80, principios de los noventa, cuando la bolsa japonesa estaba en su máximo esplendor (en plena burbuja financiera/inmobiliaria) que arrastró al alza las cotizaciones y que, desde entonces, ha producido una larga travesía en el desierto para los inversores en aquel país.

Las bolsas Chinas han estado influenciadas por la festividad del año nuevo. El año del buey, que mantuvo las bolsas cerradas desde el 11 al 17 de febrero. Bolsas como el Shenzhen CSI 300, alcanzan también máximos históricos en febrero, aunque cierra el mes con debilidad, al igual que el resto de índices y pierde un -0,28%.

Resumen de Mercados

Materias Primas



El petróleo tuvo un muy buen mes de febrero, con una subida cercana al 17% en el caso del Brent, de la mano del regreso de la movilidad, de mejores expectativas económicas y de la ola de frío que afectó a los estados del sur de Estados Unidos, afectando a refinerías y oleoductos. La OPEC+ sigue en proceso de incrementar la oferta, pero espera que la demanda siga subiendo y compense el incremento de producción.

Fuerte evolución de los metales industriales, donde alguno de los mismos, alcanzan precios máximos de los últimos años. El cobre, por ejemplo, sube hasta 9.000 dólares (máximos de 10 años) o el Níquel, que alcanza los 20.000 dólares por primera vez en los últimos siete años.

El oro, sigue recortando a medida que se vuelve a la normalidad y suben los tipos reales. Así que, después de haber alcanzado los 2.000 dólares la onza a mediados del año pasado, sigue recortando, y cierra el mes cercano a los 1.700 dólares/onza cayendo cerca de un 6% en el mes de febrero.

Divisas



El incremento de la pendiente de las curvas americanas, combinado con unos buenos datos macro, hace que el dólar se mantenga estable durante el mes de febrero. Aun así, ha tenido fuertes movimientos intradiarios; en algunos momentos llegó a apreciarse por debajo del 1,20 y en otros a debilitarse por encima del 1,22... sigue también atentamente las noticias sobre los nuevos estímulos fiscales de Joe Biden y que el congreso ha aprobado en los últimos días de febrero. A falta de aprobación en el senado, el plan de casi 2 Billones de dólares, seguirá pesando en los déficits del país.

Algunas de las divisas emergentes más débiles, como la lira turca, han vuelto a debilitarse a finales de febrero. Tras rozar los 7 dólares, terminan el mes cerca de 7,50. Algo similar a lo que le ocurre a la rupia indonesia o al Rand de Sudáfrica.

El Renminbi chino, que ha estado apreciándose de forma estable desde el mes de mayo, ha tenido un mes mucho más estable. Sigue en la zona del 6,50 cuando veníamos de niveles cercanos a 7 a comienzos de año 2019.

El bitcoin comenzó el mes en 35.000 \$, subió hasta 55.000 \$ y terminó cerrando cerca de los 45.000 \$. Una auténtico vaivén de cotización, que a comienzos de mes recogió de forma favorable la decisión pública de Tesla y Elon Musk de invertir en la criptomoneda con el balance de la compañía automovilística y aceptar el pago de Bitcoins (con determinadas restricciones).

Resumen de Mercados

Renta Variable

RV Large		Febrero	2021
MSCI ACWI Hedged	Mundial	2.36%	2.13%
MSCI ACWI USD	Mundial	2.21%	1.68%
S&P 500	EEUU	2.61%	1.47%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	5.84%	4.71%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	-0.11%	-0.89%
Eurostoxx 50	Eurozona	4.45%	2.36%
DJ STOXX 600	Europa	2.31%	1.49%
IBEX 35 INDEX	España	6.03%	1.87%
DAX INDEX	Alemania	2.63%	0.49%
CAC 40 INDEX	Francia	5.63%	2.73%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	1.19%	0.35%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	-0.65%	-1.69%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	3.08%	3.31%
RV Emergentes		Febrero	2021
MSCI Emerging Markets	Emergentes	0.73%	3.72%
RV Small		Febrero	2021
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	6.14%	11.45%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	3.49%	3.53%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	2.23%	2.89%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	2.90%	2.96%

Materias Primas

Goldman Sachs Commodity	Global	10.58%	16.05%
Petroleo [Contado,USD]	Global	17.47%	25.91%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	-6.15%	-8.66%

Renta Fija

RF Gobierno		Febrero	2021
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	-0.18%	-0.30%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	-1.55%	-2.00%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	-1.44%	-2.15%
RF Corporativa Investment Grade		Febrero	2021
Corporate IG Euro	Euro	-0.78%	-0.93%
Corporate IG USA	USA	-2.61%	-4.27%
RF Emergentes		Febrero	2021
JPMorgan EMBI Global	Emerg	-2.56%	-3.75%
RF High Yield		Febrero	2021
High Yield Euro	Euro	0.39%	0.23%
High Yield USA	USA	0.06%	0.29%
Convertibles		Febrero	2021
Conv. Global	Global	2.75%	4.38%
Conv. Europa	Emerg	-0.94%	-1.27%

Gestión Alternativa

HFRX Global Hedge Fund	Global	1.52%	17.59%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	1.22%	13.22%

Divisas (vs EUR)

USD	EEUU	0.51%	1.18%
JPY	Japón	-1.20%	-1.94%
GBP	Reino Unido	2.14%	3.08%
CHF	Suiza	-1.47%	-1.44%

Recomendaciones

“Las flechas indican si se espera que la clase de activo produzca un rendimiento superior/acorde/inferior a su nivel de riesgo.”

Liquidez	→	Los bancos centrales, tanto en Estados Unidos como en Europa, siguen mostrando su disposición a mantener los tipos bajos durante mucho tiempo (2-3 años). Desde el punto de vista de asignación de activos, la liquidez debe tener la consideración de coste de oportunidad, de apuesta táctica, que aporte des correlación a las carteras cuando se producen eventos de aversión al riesgo y permita tener pólvora seca para utilizar en dichos momentos de sell-off de mercado.
RF Gobierno	↘	La recuperación macro comienza a ponerse en precio en la deuda pública, que hasta la fecha se había quedado por detrás del incremento de las expectativas de inflación. Las curvas se empujan en febrero; el 10 años americano llega a tocar el 1,60% en un movimiento que muchos comparan con el “taper tantrum” del 2013. Los tipos reales han subido cerca de unos 30 pbs y provocan bastantes reacciones de banqueros centrales llamando a la calma. Seguimos esperando tipos más altos para entrar.
RF Corporativa IG	↘	Durante los últimos meses alertábamos de que el activo podría ser sensible a movimientos de duración, algo que ha sucedido con el repunte de las yields de este último período. Los spreads apenas se han movido, siguen disfrutando de niveles mínimos gracias a las buenas expectativas macro y empresariales, pero su mayor duración frente a otros activos como el High Yield le pesa y provoca caídas en el activo en general. Seguimos recomendando cautela en duración y esperar niveles más
RF High Yield	→	El carry en estos niveles sigue pareciendo atractivo en relativo al resto de renta fija Investment Grade, de menor riesgo y mayor duración, y el comportamiento ha sido mucho más tranquilo en ese sentido, donde no se han visto afectados en gran medida por el alza de los Treasuries. Eso sí, debido a su correlación con los activos de riesgo, recomendamos esperar a caídas para tomar posiciones y mantener un sistema táctico de control de riesgos, en lugar del tradicional “buy & hold”.
RF Emergente	→	Los spreads de renta fija emergente siguen amplios, los elevados déficits fiscales derivados de las políticas fiscales de ayuda por el coronavirus pueden hacer sufrir a aquellos países más endeudados. En términos relativos, ofrecen una yield interesante. Sin embargo, el componente de duración les hace perder atractivo en el momento en el que vemos subidas de yields nominales en los Treasuries americanos, algo que se ha notado en las cotizaciones de este mes.
Gestión Alternativa	→	El comportamiento de los mercados en los últimos meses ha servido para discriminar los rendimientos de los distintos estilos y estrategias. Los retornos muestran grandes diferencias entre unos y otros, y dejan vencedores y vencidos en un segmento de gestión muy diverso, en el que existen multitud de estrategias alternativas. Aquí recomendamos la diversificación para hacer frente a los distintos escenarios de mercado.
Renta Variable	→	El alza de las yield de los bonos pone presión a algunas de las compañías donde las valoraciones siguen en rangos comparativamente altos, y como preveíamos, da lugar a cortos pero intensos movimientos de corrección. La rotación sectorial podría continuar, en función del ritmo de subidas del treasury. Un incremento muy fuerte de tipos, podría desestabilizar el mercado y llevar a caídas generalizadas. Aconsejamos la diversificación sectorial y geográfica y aprovechar los recortes para tomar posiciones.
RV Emergente	↗	Los múltiplos en los países emergentes son mucho menos exigentes que en los países desarrollados y por tanto siempre se encuentran relativamente más baratas que otras como el S&P500. El peso de Asia es cada vez es más importante, y en este caso, están sobrellevando mejor la crisis sanitaria; las expectativas de beneficios han mejorado en la región. El comienzo del año ha sido muy fuerte en China, que podría ver algo de pausa, algo que no cambia la visión a largo plazo.
Materias Primas	→	El petróleo (y el sector de energía) ha sido uno de los beneficiados de la aparición de las vacunas. Los inversores comienzan a poner en precio un incremento de la movilidad para 2021 y 2022, eliminando los escenarios más restrictivos. Podría seguir teniendo recorrido. El oro, parece tomar una pausa en su apreciación y se acerca a los 1.700 \$ siguiendo la subida de los tipos reales. Aconsejamos diversificar añadiendo metales industriales.

Evolución Fondos Welzia

FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5	GLOBAL FLEXIBLE	COYUNTURA	WORLD EQUITY	GLOBAL OPPORTUNITIES	PARADOX EQUITY FUND	CAPITAL SUB-DEBT
----------	-----------------	-----------	--------------	----------------------	---------------------	------------------

Fondo	Valor	Rentabilidades				Volatilidad		
		Mes	Año	2020	2019	2018	2017	12 Meses
Fondos gestionados por Riesgo								
Welzia Ahorro 5	11.60	-0.06%	-0.13%	4.57%	5.60%	-10.87%	5.02%	3.82
Welzia Global Flexible	90.65	0.32%	0.50%	2.17%	5.23%	-	-	6.93
Fondos Temáticos								
Welzia Global Opportunities	13.20	2.64%	1.42%	6.37%	18.96%	-17.90%	7.45%	29.98
Welzia World Equity	15.03	2.24%	2.20%	11.51%	20.97%	-14.58%	12.94%	24.87
Welzia Coyuntura	302.75	2.73%	0.58%	-2.31%	20.56%	-11.04%	7.90%	23.62

*Las cifras en gris corresponden a la antigua estrategia del fondo

Datos a 28 febrero

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management.

Evolución Fondos Welzia

FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL
FLEXIBLE

COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL
OPPORTUNITIES

PARADOX
EQUITY FUND

CAPITAL
SUB-DEBT

WELZIA Ahorro 5, FI



El fondo Welzia Ahorro 5, F.I. acumuló una rentabilidad negativa de 0,06% durante el mes de febrero situando la rentabilidad acumulada del año en -0,13%.

Durante el mes, los principales mercados de renta variable se comportaron de forma positiva, pero en el caso de la renta fija los resultados fueron muy negativos. Esta dicotomía de comportamiento entre la renta variable y la renta fija se relaciona con las subidas de tipos de interés producidas en el mes e impulsadas por la buena marcha de la recuperación económica.

La distribución de activos del fondo ha cambiado durante el mes adaptándose al comportamiento de los mercados. El fondo ha situado su cartera de renta variable en el 15%, el 50% de su nivel potencial. Por el lado de la renta fija, el fondo ha desinvertido prácticamente la totalidad de las subclases de renta fija, en especial las de mayor duración como renta fija de alta calidad o renta fija emergente. Además, el fondo presentaba coberturas PUT y exposición a USD (10%).

La evolución del fondo en el mes ha sido muy plana y prácticamente sin volatilidad. Durante el mes, los motores de rentabilidad del fondo se han reducido debido a los incrementos de volatilidad implícita y realizada, esto ha reducido notablemente su sensibilidad a los movimientos del mercado. Los activos del fondo se concentran en las temáticas que están soportando bien el entorno actual por el momento, la liquidez y similares en cartera se situó en el 45%.

De cara al mes que viene comenzamos posicionados de forma conservadora pero cualquier síntoma de mejora en las condiciones de mercado supondrá el aumento de exposición hasta los niveles normales de inversión. La cartera a cierre de mes presenta como potenciales motores de rentabilidad: la renta variable global (15%), la renta fija financiera subordinada (15%) y la renta fija gobierno ligada a inflación (25%). Recordamos el carácter flexible que otorga la metodología cuantitativa de gestión al fondo y que le permite realizar un adecuado tratamiento de la volatilidad y 'drawdown'.

Evolución Fondos Welzia

FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

**GLOBAL
FLEXIBLE**

COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL
OPPORTUNITIES

PARADOX
EQUITY FUND

CAPITAL
SUB-DEBT

WELZIA Global Flexible, FI



Durante febrero el fondo avanzó un 0,32% situando la rentabilidad del año en el 0,50%.

El fondo comenzó el mes en su cartera media, es decir al 35% renta variable, diversificada a nivel global con un sesgo hacia valor. El resto de la cartera se concentró en renta fija gobierno de países OCDE. La duración de la cartera de renta fija se redujo en un 30%. La exposición a USD fue nula.

El fondo emplea un indicador cuantitativo que refleja la salud del entorno macroeconómico y de mercado, en función del escenario que defina el indicador se establece el nivel de riesgo del fondo. Durante el mes pasado, el indicador macroeconómico continuó su proceso de consolidación en torno a máximos históricos, lo que aleja la señal de ciclo de niveles peligrosos. Por otro lado, el indicador de mercado mostró un comportamiento más negativo perdiendo impulso. El indicador agregado siguió soportado en niveles elevados después de varios meses de mejora continuada.

Durante el mes, la renta variable global se comportó de forma positiva con un sesgo a favor de las temáticas de valor. Por otra parte, la renta fija gobierno tuvo un comportamiento negativo. El comportamiento de la renta variable y su posicionamiento hacia sectores y áreas geográficas con menores valoraciones ha permitido al fondo capturar rendimientos positivos. La renta fija le ha restado rentabilidad en el mes, a pesar de la reducción en duración realizada.

El fondo comienza el mes de marzo en la cartera equilibrada con el indicador general en niveles muy positivos, pero en fase de consolidación. Los porcentajes de inversión del fondo a cierre de mes fueron 30% en renta variable global, 10% en renta fija de alto rendimiento europeo, 70% entre renta fija de gobiernos europeos y de EEUU, y sin exposición directa a USD. La composición de la renta variable global se situó ligeramente a favor de Europa, Emergentes y pequeñas empresas de EE.UU. con sesgo hacia valor.

Evolución Fondos Welzia

FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL
FLEXIBLE

COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL
OPPORTUNITIES

PARADOX
EQUITY FUND

CAPITAL
SUB-DEBT

WELZIA Coyuntura, FI



La rentabilidad del fondo en el mes fue del +2,72% frente a un +3,67% de su benchmark.

En febrero los índices europeos retomaron la tendencia alcista aupados por los valores más ligados al ciclo, y en el caso de España, a los valores relacionados con la recuperación de la pandemia. El Eurostoxx50 subió el 4,46% y el IBEX +6,03%.

Febrero ha sido el mes álgido de presentación de resultados empresariales del cuarto trimestre. Entre las compañías en cartera destacar, por el lado positivo y batiendo las expectativas, Novo Nordisk, Sanofi, Total Fina, Deutsche Bourse, Arcelor, Lóreal, Walt Disney, Amazon, Carrefour, Airbus, Repsol, Cap Gemini, Grifols, Allianz, Wolters & Kluwer, Reckitt Benckiser, Eiffage, Cie Automotive, Iberdrola, Ferrovial, Vidrala, Telefónica, Viscofan, Ebro Foods, Bureu Veritas, Hannover Re, Pepsi y Lafarge. Las que han publicado como se esperaba han sido, Air Liquide, Engie y Schneider. Por el lado negativo, dando resultados peor de las previsiones tenemos a Roche, Heineken, Kering, Safran y ACS. Como vemos los resultados empresariales de este último trimestre están siendo satisfactorios y en general mejores de lo esperado por analistas e inversores.

La Inflación ha sido la variable más seguida en febrero; una recuperación del ciclo que gana vigor, los planes de estímulos, el alza del precio de las materias primas y el programa de vacunación masiva junto con una esperada demanda insatisfecha, aumentan las posibilidades de un incremento de la inflación y su reflejo ha sido el alza de los tipos de interés (caída de cotizaciones) de los bonos a 10 años. El movimiento brusco del precio de los bonos provocó una corrección en los índices a final de mes, no obstante, esta no ha sido de suficiente entidad para limpiar la sobrecompra en las bolsas que sigue siendo importante.

En febrero compramos Hannover Re, Lafarge Holcim, Ubisoft y Covestro, e incrementamos posiciones en Total, Ferrovial, Wolters&Kluwer, Reckitt Benckiser, Air Liquide y Pepsi. Vendimos, Heidelberg Cement, Dialog Semiconductors, Rio Tinto y Walt Mart, y reducimos posiciones en Essilor, ASML, SAP, LÓreal y Schneider.

La ponderación en renta variable es del 69,71% a fin de mes, frente al 68,63% a finales de enero.

Evolución Fondos Welzia

FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL
FLEXIBLE

COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL
OPPORTUNITIES

PARADOX
EQUITY FUND

CAPITAL
SUB-DEBT

WELZIA World Equity, FI



El fondo Welzia World Equity cerraba con una subida de 2,23% tras una segunda mitad de mes bastante más volátil que la primera. El mayor nivel de renta variable, actualmente del 96%, y la mayor beta de la cartera, han hecho que el liquidativo esté teniendo algo más de volatilidad en estas subidas y bajadas. Los segmentos más cíclicos del mercado es donde más flujos inversores han ido, en este sentido, los ETF de empresas de energía que tenemos en cartera han sido las inversiones que mejor han evolucionado en el mes. Por la parte americana el ETF SPDR Energy Select Sector se apreciaba aun 22,46%, contribuyendo 0,25% a la cartera, en Europa las energéticas subían también pero no tanto en comparación, se anotaban un +5,98%. El fondo Seilern America, de empresas de calidad y altos crecimientos de beneficios también ha tenido un buen comportamiento, cerrando el mes con una subida de 5,14%, frente al 2,51% del índice.

Las empresas tecnológicas han sido las más perjudicadas y las que más vaivenes recibieron los últimos días del mes, también estrategias con un sesgo growth se han comportado peor que los índices. Es por ello, que el ETF Invesco Nasdaq 100 subía solo un 0,18%, frente al Standard & Poors 500 que se revalorizaba un 2,51%, también el fondo Tokio Marine Focus se apreciaba solo un 0,1% frente al 3,23% del índice MSCI Japan.

Durante el mes se ha adquirido el fondo Alger US Small Cap Focus, centrado en pequeñas empresas estadounidenses, especialmente en industrias tecnológicas y de salud. El fondo ha empezado sufriendo considerablemente más volatilidad que el índice Russell 2000, de compañías de pequeña capitalización, el cual apenas ha sufrido debido al componente cíclico de las empresas que lo conforman.

La exposición a Dólar estadounidense se ha mantenido en el 12%, aportando ligeramente después de apreciarse contra el Euro un 0,46%.

Evolución Fondos Welzia

FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL FLEXIBLE

COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL OPPORTUNITIES

PARADOX EQUITY FUND

CAPITAL SUB-DEBT

WELZIA Global Opportunities, FI



El fondo ha recuperado las caídas del mes de enero para entrar en positivo en el año. Febrero termina con una revalorización del 2,63%; en línea con los principales índices, ya que tanto S&P 500 como Stoxx 600 o MSCI World Eur Hedged suben entre 2,5 y 2,7%.

Continuamos con la publicación de resultados de muchas de las compañías presentes en cartera. Los resultados tienen un denominador común, y es la caída posterior que sufrían las cotizaciones, aun a pesar de que los números fuesen mucho mejor de lo esperado. En estos casos hemos aprovechado para reforzar alguna de las posiciones en cartera, ya que las guías nos dan mayor confianza en el potencial de revalorización de dichas compañías.

Dentro de los mayores contribuidores del mes destaca la compañía de alquiler de maquinaria United Rentals, que sube más de un 22%, ayudado por la buena evolución de la macro en China y la recuperación que se observa en Europa y Norteamérica. Otra compañía con una revalorización destacada ha sido CDW; que primero recibía una gran subida de la recomendación por parte de los analistas y luego presentaba unos grandes resultados que confirman la buena senda en la recuperación de la inversión empresarial en hardware; con lo que se anota un 19% en el mes. En otras partes del mundo, destaca la subida del 15% de la compañía de *royalties* de hierro Labrador Iron Ore y la subida de más de un 10% de la compañía de fabricación de equipamiento minero sueca Epiroc.

Por el lado negativo, tenemos algunas de las compañías que, aun presentando grandes resultados, caían en bolsa. Es este el caso de Apple (-8% en el mes) o compañías relacionadas con bienes de consumo básico. Este conjunto de compañías ha pasado de ser “la estrella” del mercado el año pasado a estar olvidado durante el 2021. El mercado descuenta que los crecimientos de este año serán muy negativos por el cambio de hábitos de los consumidores, pero lo cierto es que tanto Pepsi como Clorox continúan sorprendiendo al alza trimestre tras trimestre, y además publican guías sólidas para el año 2021. En el caso de la compañía de bebidas y snacks, el crecimiento de beneficios para el 2021 esperan situarlo en el 10%, una cifra nada desdeñable para una compañía de sus características.

En cuanto a operaciones en el mes, más allá de algunos rebalanceos por la revalorización o caída de algunos valores, el movimiento más importante fue la inversión en un conjunto de opciones *call* que representan un nominal del 3% en el patrimonio del fondo. En este conjunto de opciones tenemos inversión en sectores cíclicos que creemos que se van a seguir comportando bien a medida que se abran las economías, como son banca y seguros europeos, compañías petrolíferas en EE.UU. y mineras.

Terminamos el mes con una exposición a la renta variable del 96%, y al USD del 13%. En el ámbito de la divisa no hemos hecho operaciones, y las variaciones se deben a la apreciación de los activos en cartera.

Evolución Fondos Welzia

FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL
FLEXIBLE

COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL
OPPORTUNITIES

PARADOX
EQUITY FUND

CAPITAL
SUB-DEBT

WELZIA Paradox Equity Fund, FI



El 16 de febrero de 2021 se produce con éxito el lanzamiento efectivo del Welzia Paradox Equity Fund. Este fondo, asesorado por Paradox Capital, será gestionado en base a una filosofía fundamental cuantitativa. El objetivo del fondo será identificar aquellas compañías que presentan una mayor divergencia potencial entre precio y valoración, en base a sus datos financieros y de negocio. Este análisis y toma de decisiones se realizará de forma sistemática en base al modelo cuantitativo desarrollado por el asesor, cuya consistencia y efectividad se ha estudiado en periodos

históricos de más de 20 años.

Como es común en los primeros días de un fondo de inversión, se ha producido un periodo de retraso entre el lanzamiento oficial (primera publicación del valor liquidativo) y el lanzamiento efectivo (primeras inversiones realizadas). A cierre de febrero el fondo cuenta únicamente con 10 días efectivos de track-record, periodo marcado por la entrada escalonada del capital inicial del fondo. Actualmente la etapa de lanzamiento puede considerarse como concluida con éxito.

La cartera inicial del Paradox Equity Fund es una cartera diversificada por sectores, geografías (51% US, 29% APAC, 21% EU) y estilos. A modo de ejemplo, terminamos el mes con posiciones importantes tanto en Coloplast, una compañía danesa con un negocio medtech de gran calidad, altos retornos, crecimiento estable y un precio por encima de mercado, como en Wacom, una compañía japonesa dedicada a la fabricación de tabletas para diseño gráfico con unos retornos y crecimientos más modestos pero un precio más bajo. En el momento de la decisión el sistema identificó a ambas compañías como oportunidades de inversión con un potencial equiparable. Pensamos que este enfoque agnóstico es precisamente una de las mayores ventajas del fondo, especialmente en un mercado tan polarizado como el actual.

Desde la fecha de primera inversión, el 16/02/2021, el fondo ha obtenido una rentabilidad del -4,86% contra un -3,68% del MSCI World Total Return Index, su índice de referencia. El fondo inicia su trayectoria en máximos históricos las principales bolsas mundiales. Recordamos que la vocación de este producto no es la de acertar el momento idóneo para entrar o salir del mercado, sino la de estar siempre invertido en oportunidades que maximicen el potencial de rentabilidad en el medio-largo plazo.

A futuro seguiremos aplicando de forma consistente y objetiva la metodología del fondo.

Evolución Fondos Welzia

FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL
FLEXIBLE

COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL
OPPORTUNITIES

PARADOX
EQUITY FUND

CAPITAL
SUB-DEBT

WELZIA Capital Sub-Debt, FI



El fondo Welzia Capital comenzó su andadura este 2021. La estrategia basada en el comportamiento y valoración de los bonos convertibles contingentes se encuentra invertida por debajo del 50% debido a la alta valoración del activo y a la elevada volatilidad de los mercados.

La rentabilidad esperada del activo a 12 meses, principal indicador para la implementación de los niveles de inversión, se encuentra por debajo del 4% y, por tanto, reduce considerablemente el atractivo del activo. Por otra parte, la volatilidad observada en el mercado durante las últimas semanas provoca que parte de nuestra inversión táctica en fondos se encuentre en liquidez.

La cartera en esta fase inicial del fondo se encuentra completamente diversificada entre los principales bancos del índice europeo de acuerdo a su capitalización. La exposición directa a divisa es nula.

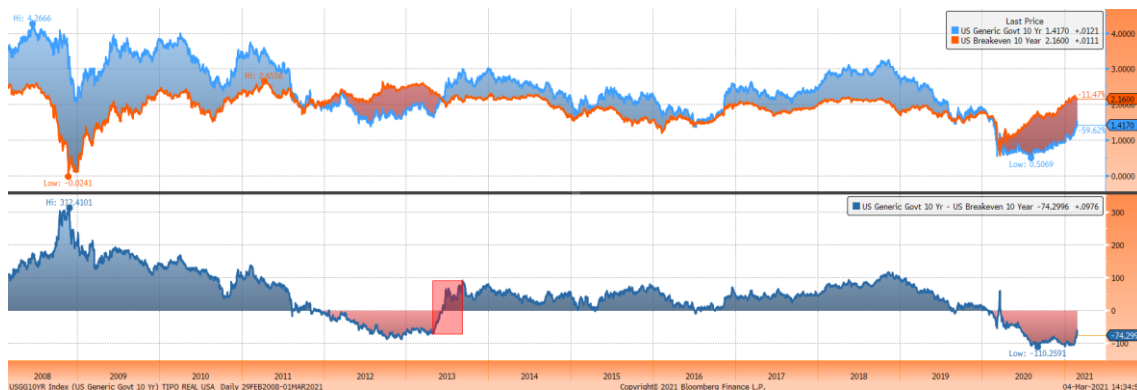
Tema del Mes

PROCESO DE NORMALIZACIÓN DE TIPOS

Recordando el “Taper Tantrum”

“Going forward, the economic outcomes that the Committee sees as most likely involve continuing gains in labor markets, supported by moderate growth that picks up over the next several quarters as the near-term restraint from fiscal policy and other headwinds diminishes. We also see inflation moving back toward our 2 percent objective over time. If the incoming data are broadly consistent with this forecast, the Committee currently anticipates that it would be appropriate to moderate the monthly pace of purchases later this year. And if the subsequent data remain broadly aligned with our current expectations for the economy, we would continue to reduce the pace of purchases in measured steps through the first half of next year, ending purchases around midyear. Ben Bernanke. 19 de Junio de 2013”

A lo largo de las últimas semanas, hemos sido testigos de un incremento de las yield de los bonos americanos que muchos han comparado con los “taper tantrum” de 2013, cuando la Fed comunicó, con poca fortuna, que iban a reducir los programas de compras de bonos del “Quantitative Easing”. De hecho, en la rueda de prensa del aquel entonces, presidente de la FED, Ben Bernanke, el 19 de junio de 2013, simplemente anunció que “si los datos macro son consistentes con nuestras previsiones, el comité actualmente anticipa que sería apropiado moderar los ritmos de compra mensuales hacia el final del año”. Esto hizo que la yield del treasury pasara del 1,60% al 3% en apenas tres meses, y más importante, que los tipos reales que en ese momento se encontraban en negativo (como hoy) se incrementaran en 160 puntos básicos, retornando a niveles positivos y provocando un cierto susto en las bolsas que cayeron (si nos fijamos en el S&P 500) cerca de un 5% en unas pocas sesiones.



¿Estamos en un momento similar?

Podríamos decir que el movimiento de las últimas semanas ha sido fuerte, de momento no en una magnitud como la de 2013, pero sí suficientemente importante como para compararlos.

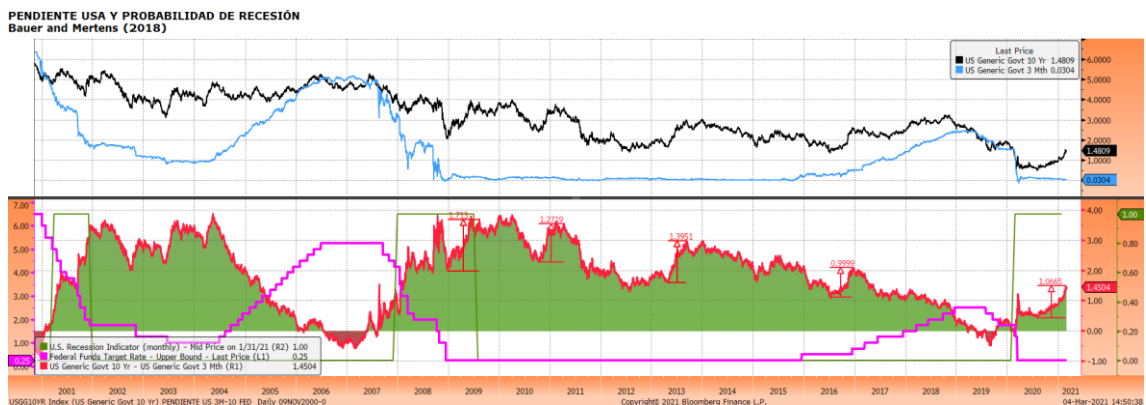
Desde mínimos de Julio de 2020, la yield del treasury ha subido unos 100 puntos básicos, siguiendo la estela de normalización económica y las expectativas de inflación que se habían recuperado mucho antes. El tipo real, sin embargo, a diferencia del “Taper Tantrum” de 2013, todavía no se ha movido significativamente y solo sube unos 30 puntos básicos desde mínimos. Sigue en terreno negativo.



Digamos por tanto que, de alguna manera, el proceso de normalización de la economía, de las expectativas de mejora por la eficacia de las vacunas, no se había puesto en precio en los bonos, pero sí en las expectativas de inflación, que en algún caso han llegado a máximos de los últimos años, como puede verse en el gráfico superior (línea negra).

Si pensamos en la crisis del Covid-19 como una recesión, breve y aguda (y muy dolorosa), y pensamos que las vacunas ofrecen una recuperación económica, que va a permitir la apertura económica, la movilidad y el incremento de beneficios empresariales, esta etapa que nos encontramos es una etapa inicial del nuevo ciclo, de recuperación, en la que las curvas de bonos normalmente se empinan.

Si recuerdan lo sucedido en 2019, cuando hablábamos de la curva invertida, señal prácticamente infalible de aviso de recesión, en esta ocasión se produce el efecto contrario; con tipos de corto plazo anclados, con una FED que se decanta por no subirlos, centrándose en el empleo y obviando la inflación (por ahora), la parte larga de la curva, el bono a diez años, repunta en rentabilidad, recogiendo esas expectativas de mejora económica y de inflación. Este empinamiento se produce en 2001 y en 2008-2009 como pueden ver por el área de color verde del gráfico inferior.



A lo largo de los últimos años, se han producido movimientos de empinamiento de curva, que han rondado los 100 – 175 puntos básicos. Y a pesar de lo llamativo de los movimientos y de la publicidad que se le otorga, no suelen durar para siempre, son repuntes que suelen tener una duración de varios meses.

Implicaciones

Para el inversor de renta fija a largo plazo, sin embargo, son movimientos bastante dañinos. Si nos fijamos en las pérdidas que puede tener un bono de gobierno con plazos de 20 años, los movimientos de caída en la última década han alcanzado los rangos de pérdida de entre 16 y 20%

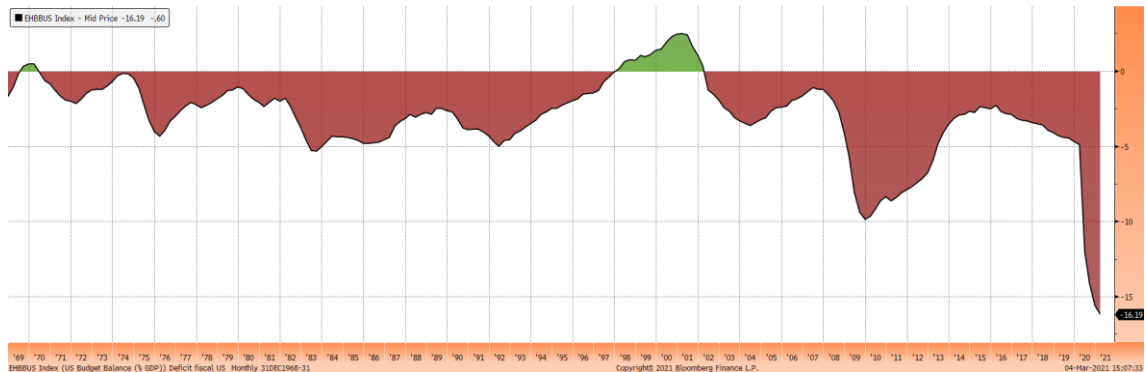
caídas de un inversor de gobierno americano de largo plazo



Las implicaciones de estas caídas son más profundas cuando se observa portfolios mixtos, donde los bonos deben ser el colchón de rentabilidad, que atenúe los riesgos cuando los movimientos bursátiles son adversos.

Otro ángulo que debemos abordar es el de la financiación de los gobiernos y agentes financieros, ya que un incremento de los bonos, supone un encarecimiento de los costes de financiación. En un momento, además, en el que los países siguen con impulsos fiscales, incrementando los déficits y con elevadas necesidades de emisión de deuda pública. Solo hay que ver el siguiente gráfico, para comprender la magnitud del impulso fiscal dado por el gobierno americano. La información comienza en 1968, y tendríamos que remontarnos a la segunda guerra mundial para encontrar algo similar. Esto ha supuesto que la deuda pública americana haya pasado de 22 Billones en 2019 a 28 Billones a finales de febrero de 2021. De ahí la importancia de que los bancos centrales sigan presionando a la baja los tipos de financiación.

DÉFICIT FISCAL DE EEUU



Por último, existe otra implicación en los mercados financieros, una digamos así más sutil, que es el impacto en las valoraciones de los activos. Una de las medidas más habituales de valoración es el descuento de los flujos procedentes de la tenencia de acciones/bonos, este descuento se usa tomando una tasa libre de riesgo como referencia. Cuanto mayores, y más estables, sean los flujos esperados en el futuro, por ejemplo en compañías con altos dividendos, utilities, farmacia, staples, etc... más relevante es la tasa a la que se produce el descuento. Un encarecimiento del denominador (ver fórmula inferior) supone un mayor lastre en la valoración de dichos activos. Y esto produce esa rotación sectorial que estamos notando durante estas semanas.

$$\text{Value of asset} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

Reacciones por parte de las autoridades.

Durante las últimas semanas hemos sido testigos de multitud de mensajes por parte de los miembros de la Fed y del BCE.

Isabel Schnabel (miembro ejecutivo del BCE) indicó claramente el 26 de febrero que las subidas de los tipos nominales deberían ser vigiladas de cerca para evitar que interfirieran con la recuperación económica



Isabel Schnabel @Isabel_Schnabel · Feb 26

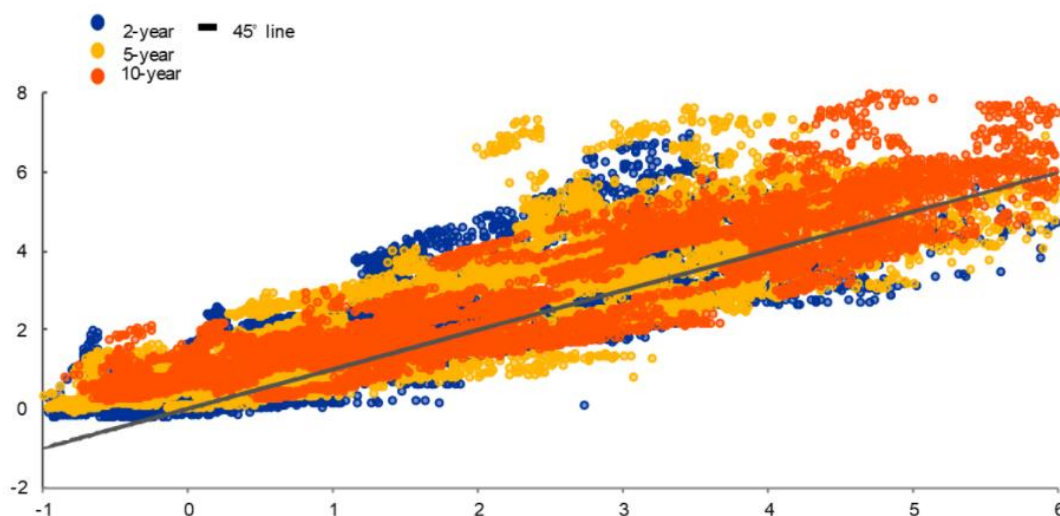
Replying to @Isabel_Schnabel

Changes in nominal rates have to be monitored closely and interpreted in the light of their driving forces. An abrupt rise in real yields at the early stages of the recovery, even if reflecting improved growth prospects, could impair the recovery. 9/15

El gobernador del banco de Francia, François Villeroy, también indicaba la relación de las condiciones de financiación de los gobiernos, con la de los bonos corporativos, que se puede ver en la siguiente gráfica. Indicaba por tanto la necesidad de vigilar de cerca la evolución de los tipos de gobierno de largo plazo. Algo que confirmaba la presidenta, Christine Lagarde en Alemania, en un discurso frente a pequeñas empresas del 1 de marzo, en el que volvía a insistir en que las condiciones financieras no se deberían endurecer prematuramente.

Corporate and sovereign bond yields

(daily; percentages per annum; x-axis: sovereign yields; y-axis: corporate bond yields)



Sources: Markit iboxx, ECB and ECB calculations.

Notes: The chart reports the correlation between the (level of) corporate bond yields and sovereign yields. Each dot corresponds to a daily recording of the average yield for senior unsecured bonds (IG) with a given maturity issued by non-financial corporations in a given country and the sovereign yields with the same maturity for the same day in the same country. The latest observation is for 11 February 2021.

Jerome Powell, presidente de la FED, en las últimas conferencias seminuales de política monetaria ante el congreso americano, indicaba que la economía estaba todavía lejos de los objetivos de empleo e inflación, y que será muy probable que tome todavía un cierto tiempo para lograr dichos objetivos, por lo que continuarán con los tipos bajos y comunicarán cualquier cambio y progreso en los objetivos, con mucha antelación antes de cualquier cambio en el ritmo de compra de activos.











Conclusiones:






Tal y como comentábamos en nuestro Webinar del 11 de febrero, que titulamos “¿El año de la recuperación?” el mayor riesgo que corrían los mercados, actualmente, sería un movimiento al alza descontrolado por parte de la yield de los bonos. Esto podría debilitar tanto las finanzas públicas como las valoraciones de los activos de riesgo y, por tanto, es lo como para que los bancos centrales irrumpían con determinación para evitarlo.
















Miscelánea










Indicadores Macro





		PIB (QoQ %)							
		DESARROLLADOS							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Agregado Global		2.44	2.80		2.90	3.70	3.00	-3.80
	Estados Unidos	0.99	2.40	2.40	1.60	2.30	2.90	2.30	-3.50
	Union Europea	-0.70	0.90	1.50	1.70	2.50	1.80	1.20	-7.20
	Japón	-5.70	0.20	0.60	1.00	1.60	0.70	1.00	-5.30
	Reino Unido	16.00	2.60	2.20	2.00	1.70	1.40	1.30	-10.60
	Suiza	7.20	1.90	0.80	1.40	1.00	2.60	0.80	-3.40
	Alemania	0.10	1.60	1.50	1.85	2.50	1.50	0.60	-5.40
	Francia	-1.30	0.40	1.10	1.10	1.90	1.50	1.20	-9.00
	Italia	15.90	-0.40	0.70	0.90	1.50	0.80	0.20	-9.00
	España	0.40	1.30	3.20	3.20	3.10	2.50	2.00	-11.50

		EMERGENTES							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Agregado Emerg.		5.40	5.10	4.70	4.70	4.97	4.32	-0.62
	Brasil	7.70	0.05	-3.70	-3.50	1.00	1.22	1.10	-4.50
	Rusia	13.00	0.50	-3.70	-0.50	1.50	1.80	1.30	-3.70
	India	5.30	4.70	7.35	7.50	6.30	7.40	5.00	4.20
	China	2.60	7.40	6.90	6.70	6.90	6.60	6.10	2.30

		IPC (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Estados Unidos	1.40	1.60	0.10	1.30	2.10	2.40	1.80	1.20
	Union Europea	0.12	0.40	0.00	0.20	1.50	1.70	1.20	0.30
	Japón	-1.20	2.70	0.80	-0.10	0.50	1.00	0.50	0.00
	Reino Unido	0.60	1.50	0.00	0.70	2.70	2.50	1.80	0.90
	Suiza	-0.80	0.00	-1.10	-0.40	0.50	0.90	0.40	-0.70
	Alemania	1.60	0.80	0.10	0.45	1.70	1.90	1.40	0.40
	Francia	0.60	0.60	0.10	0.25	1.20	2.10	1.30	0.50
	Italia	-0.20	0.20	0.10	-0.10	1.30	1.20	0.60	-0.10
	España	0.60	-0.10	-0.60	-0.40	2.00	1.70	0.80	-0.30






























		EMERGENTES							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Brasil	4.52	6.30	9.00	8.75	3.40	3.70	3.70	3.20
	Rusia	4.90	7.80	15.60	7.10	3.70	2.90	4.50	3.40
	India	5.63	7.20	6.15	4.90	4.50	4.07	4.15	4.80
	China	0.20	2.00	1.40	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50

		Deuda % PIB					Déficit Público (% PIB)	
		DESARROLLADOS						
		2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018
	Estados Unidos	73.60	73.80	76.10	77.80	106.00	-3.4	-4.2
	Union Europea	90.40	89.20	87.10	85.10		-0.5	-1.0
	Japón	230.00	234.70	236.40	238.20	238.00	-2.5	-5.0
	Reino Unido	89.00	92.20	87.00	83.30	82.40	-1.9	-1.4
	Suiza	34.40	34.10	42.80	41.00	41.00	1.3	1.6
	Alemania	71.20	69.00	64.50	60.90	61.90	1.0	1.7
	Francia	96.20	96.50	98.40	98.40	98.10	-2.8	-2.5
	Italia	132.80	132.50	131.40	132.20	135.00	-2.4	-2.1
	España	99.20	99.60	98.10	97.10	97.60	-3.1	-2.5

		EMERGENTES						
		2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018
	Brasil	66.50	75.40	84.00	72.22	76.53	-8.9	-7.3
	Rusia	9.40	13.70	17.40	13.50		-1.7	2.6
	India	52.40	52.30	69.80	68.30	68.30	-4.0	-3.6
	China	15.30	20.10	47.80	50.50	46.80	-3.7	-2.2

Miscelánea

Indicadores de Mercado

		BOLSAS EUROPA							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
	Euro Stoxx 50	3636.44	2.6%	12.1%	5.23%	8.00%	56.00	2.8%	4,147,847
	FTSE 100	6483.43	0.8%	1.7%	0.25%	5.30%	126.79	3.8%	2,678,886
	SWISS MKT	10522.22	-1.7%	10.7%	9.32%	9.43%	24.48	3.0%	1,382,228
	DAX	13786.29	0.5%	15.9%	3.49%	7.69%	48.18	2.8%	1,537,359
	CAC 40	5703.22	2.9%	9.9%	5.35%	9.01%	55.10	2.8%	2,289,653
	FTSE MIB	22848.58	3.1%	6.2%	3.55%	9.04%	40.20	3.8%	657,317
	IBEX 35	8225.00	2.2%	-2.6%	-2.21%	3.57%	#N/A N/A	3.6%	664,860
	Value	103.56	3.7%	3.8%	-0.35%	4.91%	44.49	4.3%	6,958,965
	Growth	162.94	-0.1%	14.1%	9.81%	9.13%	48.80	1.8%	6,921,646
	Large	3636.44	2.6%	12.1%	5.23%	8.00%	56.00	2.8%	4,147,847
	Small	532.98	3.6%	20.5%	6.25%	10.52%	1485.16	2.4%	2,287,461
		BOLSAS ESTADOS UNIDOS							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
	S&P 500	3811.15	1.7%	31.3%	14.11%	16.61%	31.44	1.5%	34,157,627
	DOW JONES	30932.37	1.4%	24.4%	9.80%	15.88%	27.97	2.0%	9,603,369
	NASDAQ	12909.44	0.3%	53.8%	24.69%	26.27%	38.31	0.8%	15,271,093
	Value	1316.03	4.2%	19.9%	8.82%	12.23%	27.30	2.3%	22,418,472
	Growth	2560.55	-0.5%	39.8%	18.31%	20.05%	36.61	0.8%	22,771,507
	Large	3811.15	1.7%	31.3%	14.11%	16.61%	31.44	1.5%	34,157,627
	Small	2201.05	11.6%	51.0%	14.82%	17.80%	#N/A N/A	2.7%	3,338,046
		RESTO DEL MUNDO							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
	Nikkei 225	28966.01	5.6%	39.6%	11.70%	14.55%	33.75	1.4%	3,991,462
	IBOVESPA	110035.20	-7.5%	5.6%	8.83%	21.45%	31.75	3.8%	655,909
	MOEX	3346.64	1.9%	27.6%	20.94%	19.84%	15.25	7.7%	676,900
	NIFTY	14529.15	4.1%	31.8%	13.04%	17.25%	35.98	1.1%	1,586,279
	CSI 300	5336.76	2.4%	38.3%	12.28%	15.05%	20.64	1.9%	6,894,551
	HANG SENG	28980.21	6.4%	14.5%	1.27%	12.32%	15.71	2.8%	3,690,706
	MSCI Emerging M.	1339.26	3.8%	36.5%	6.71%	15.67%	24.84	2.3%	#\VALOR!
		DIVISAS							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)			
	EURUSD	1.21	-1.16%	9.50%	-0.33%	2.01%			
	EURGBP	0.87	-2.99%	1.06%	-0.72%	1.94%			
	USDJPY	106.57	3.22%	-1.11%	-0.03%	-1.34%			
	USDCNY	6.47	-0.82%		0.74%	-0.21%			
		BONOS							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)			
	Euro - Bund, 10YR	173.40	-2.06%	-1.38%	2.84%	0.88%			
	Euro - Buxl, 30 YR	209.82	-7.30%	-1.73%	9.11%	4.44%			
	US Treasury, 5YR	124.41	-1.15%	2.54%	2.89%	0.56%			
	US Treasury, 10YR	133.80	-3.10%	0.27%	3.51%	0.46%			
	US Treasury, 30YR	160.75	-7.18%	-4.60%	3.63%	-0.60%			
		TIPOS							
		Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M			
	Euro Govt 10YR Yield	-0.26	-0.52	-0.57	-0.40	-0.61			
	US Govt 10YR Yield	1.40	1.07	0.84	0.70	1.15			
	UK Govt 10YR Yield	0.82	0.33	0.31	0.31	0.44			
	Japan Govt 10YR Yield	0.16	0.05	0.03	0.05	-0.15			

Análisis Técnico

EUROSTOXX 50



ESCALA SEMANAL

El movimiento alcista del índice se ha parado en la primera resistencia que nombrábamos en el informe anterior, los 3700 puntos. Lleva un par de semanas en un proceso de acumulación, aunque los niveles de compra siguen elevados. Para ver una trayectoria claramente alcista del índice necesitamos ver la superación de los 3800, que se corresponden con los máximos de 2015 y 2020. Por el lado bajista, podríamos ver recortes que no serían demasiado preocupantes si se apoyan en la directriz alcista, que actualmente se sitúa en los 3550 puntos.



Análisis Técnico

IBEX 35



ESCALA SEMANAL

Seguimos avanzando en la consolidación de niveles del índice. Tras alguna rotura en falso, el nivel de los 8000 puntos parece el suelo desde el que va a construir su camino alcista. La primera parada en el mismo son los 9000 puntos, aunque actualmente estamos con un nivel de sobrecompra elevado que podría provocar la lateralización del índice durante algún tiempo adicional. Por la parte negativa ya hemos comentado en otras ocasiones que no hay referencias hasta los 7000 puntos.



Análisis Técnico

S&P 500



ESCALA SEMANAL

Continuamos en subida libre, con una cierta lateralización en estas últimas semanas en las que no logra romper con claridad los máximos anteriores. Al alza tenemos la referencia de los 4000 puntos que podría funcionar como resistencia. Por la parte de abajo, y dados los niveles de sobrecompra que observamos en los índices, podríamos ver recortes hasta la directriz acelerada que comienza en 2015, y que actualmente se corresponde con los 3700 puntos.



Análisis Técnico

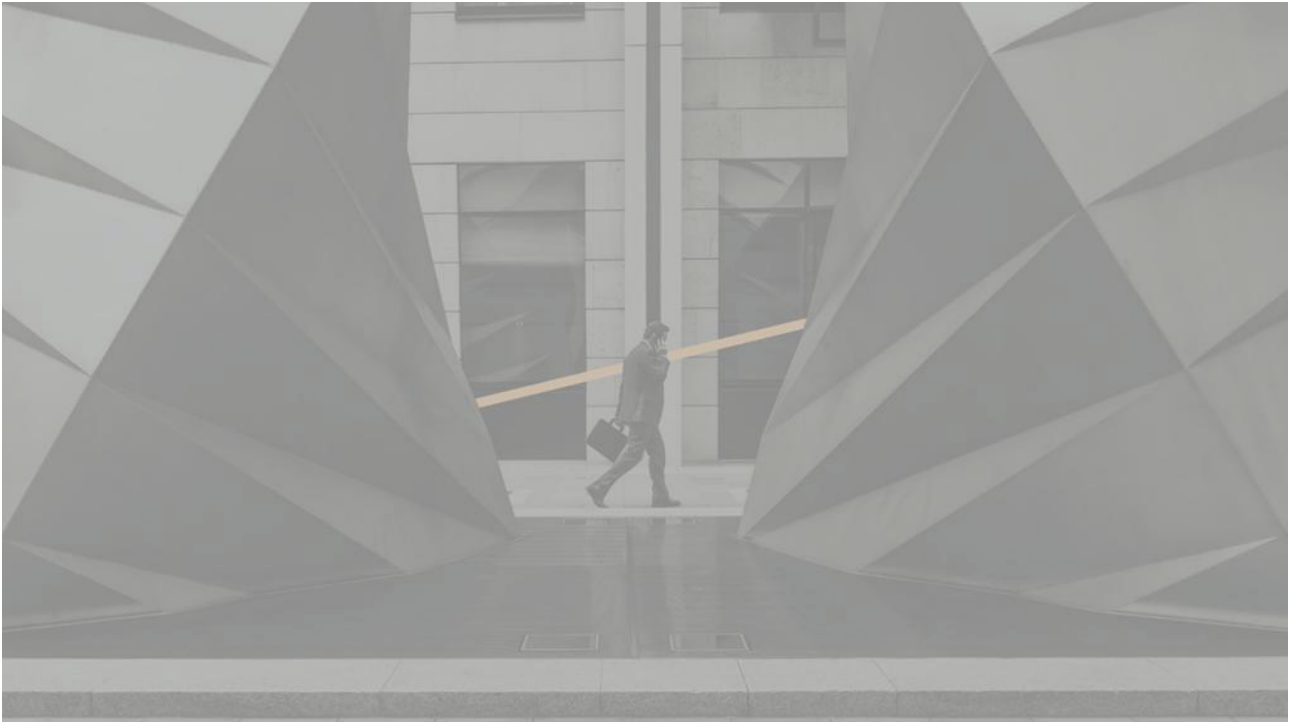
EUR / USD



ESCALA SEMANAL

El EURUSD está formando también una figura de acumulación, con un rango estrecho entre el 1,20 y el 1,22. El 1,20 está funcionando como soporte y, de perforarlo, podríamos estar ante alzas del USD de un 5%, hasta niveles de 1,15. Por el lado contrario, la referencia del 1,25 sigue siendo la más importante para poder confirmar cambios en la tendencia de fondo del cruce, que ahora mismo sigue siendo lateral bajista. En este caso el índice de sobrecompra está en un terreno más neutral.





Disclaimer / Limitación de Responsabilidad

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas o supervisadas por Welzia Management SGIIC S.A. y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Welzia Management SGIIC S.A., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Welzia Management SGIIC S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

Welzia Management SGIIC S.A., así como sus accionistas, directores o empleados, y las carteras gestionadas, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Los empleados de Welzia Management SGIIC S.A. pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Welzia Management SGIIC S.A. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.