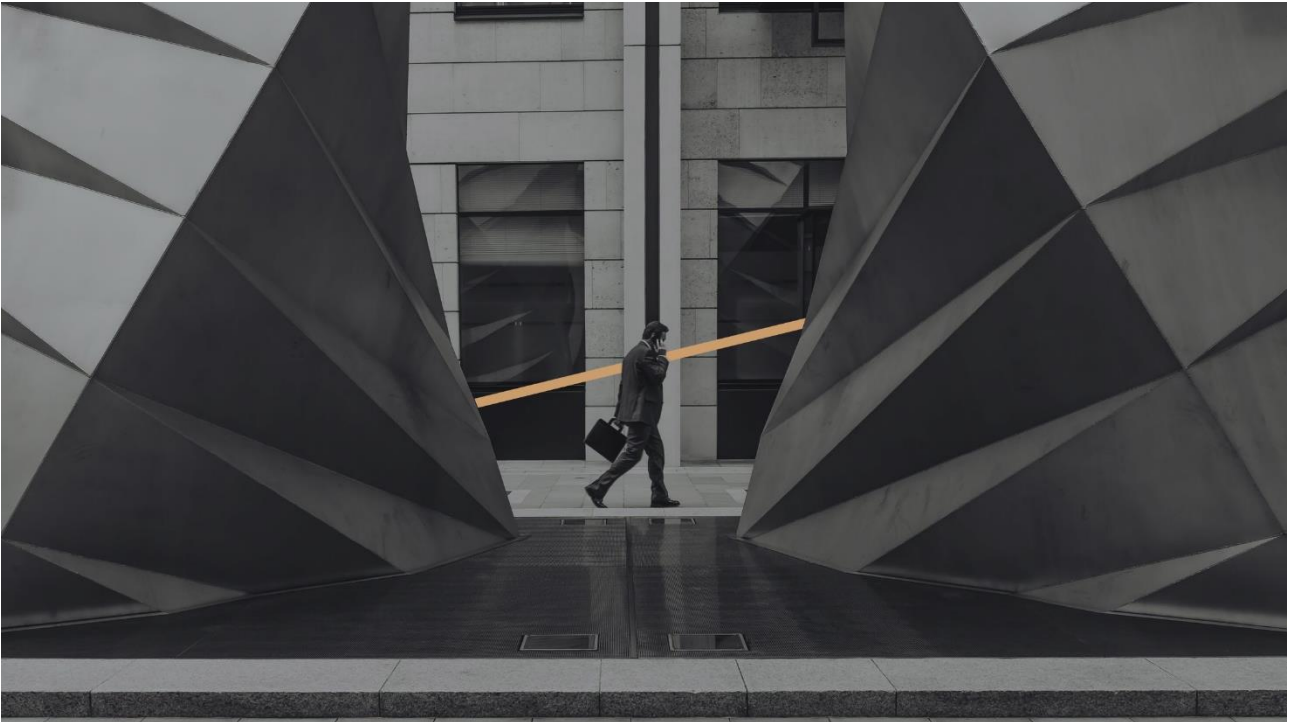




welzia



**2020**

# INFORME MENSUAL

**Noviembre**

## Índice

Introducción

Entorno Macroeconómico

Resumen de Mercados

Recomendaciones

Evolución Fondos y SICAVs Welzia

Tema del Mes

Miscelánea

Análisis Técnico

## Introducción

*“Se vogliamo che tutto rimanga come è, bisogna che tutto cambi. Esta frase de la novela del Gatopardo, (Si queremos que todo siga como está, necesitamos que todo cambie) puede definir la reacción del mercado a las elecciones americanas, en las que, pese a las dudas de la noche electoral, los activos reaccionan al alza.”*

---

Cuando parecía que las elecciones americanas iban a ser el centro de atención del mercado durante el mes de octubre, el Covid-19 ha vuelto a retomar protagonismo y aportar volatilidad al mercado. En primer lugar con el positivo del presidente Donald Trump, y posteriormente con el incremento de casos en Europa y el establecimiento de cuarentenas parciales y toques de queda en prácticamente todas las ciudades importantes del viejo continente. Lo cual motivó fuertes caídas en los índices europeos que en algunos casos se agravaron con un importante “profit warning” de una de las compañías con más peso en los índices, SAP.

Tampoco ha ayudado en este período los retrasos, o pausas, en los programas de estudio de las vacunas de Johnson & Johnson y Elli Lilly que, tras resultados adversos en algún paciente, tomaron la decisión de estudiar la causa de los mismos, para posteriormente reanudar las investigaciones. Todo ello lo único que hace es añadir volatilidad a un mercado muy nervioso, enrangado, que se mueve a golpe de titular. El Vix, que mide la volatilidad del mercado americano, llega a niveles de 40, niveles sólo vistos en circunstancias de fuertes caídas bursátiles. Las muchas coberturas realizadas para la fecha de las elecciones, también influyen en inflar la volatilidad en los vencimientos cercanos al 3 de noviembre.

Dejando a un lado las elecciones, otro de los caballos de batalla que regirán los mercados en los próximos meses ha ido tomando forma en el mes de octubre. Nos referimos a la batalla judicial entre el estado americano y las grandes tecnológicas. Durante este mes, conocimos por un lado la resolución del comité antimonopolio del congreso y por otro, la primera diligencia judicial, por parte del departamento de justicia americano en contra de Alphabet, por abuso de posición dominante de mercado. Este juicio, que puede durar años, podría lastrar de alguna manera el comportamiento de las grandes compañías tecnológicas que, a día de hoy, parecen imbatibles.

Por último, todo el ruido mediático electoral, ha tenido su culmen en la noche del 3 de noviembre, en la que, atendiendo al peor de los augurios, el resultado ha sido más ajustado del previsto y queda todo pendiente de los recuentos de voto por correo en varios estados. Recordemos que el Covid ha multiplicado el voto a distancia, mayoritariamente demócrata, por el miedo a las aglomeraciones en los colegios electorales. El foco vuelve a ponerse en los sistemas de encuestas de aquel país, que vaticinaban una clara ventaja para los demócratas, incluso con mayorías en ambas cámaras. Nada más lejos de la realidad.

Trump ha mantenido ciertas posibilidades hasta el último momento, y parece que no va a dar su brazo a torcer. Existe aún la posibilidad de judicializar el resultado y de chequear el recuento de votos como ocurriera entre Bush y Gore en Florida en el año 2.000, pero los mercados, quizá descontando un escenario más extremo, reaccionan con un fuerte rally bursátil que acerca los índices a máximos históricos. En el fondo, se alejan las posibilidades de subidas de impuestos, pero también de un mayor paquete fiscal, manteniéndose el status quo en las cámaras de representantes. Todavía queda mucho por aclarar, y cuando pase el ruido inicial veremos la profundidad de la división política en aquel país y si el mercado vuelve la mirada al incremento de casos de Covid-19 que, al igual que en Europa, pueden marcar el futuro económico en el corto plazo.

## Entorno Macroeconómico

### Europa



El repunte de casos de Covid, y las subsecuentes medidas de respuesta política a la crisis, han sido las principales variables a destacar en este mes de octubre, que termina con las principales economías en cuarentena, con mayor o menor intensidad.

Ya en septiembre, las previsiones del banco central europeo mostraban una mejora económica indudable, pero alertaban de una fuerte incertidumbre, por la evolución de un virus que estaba fuera de control. El Fondo Monetario Internacional, en sus pronósticos para los próximos meses, indicaba que esperaba una caída de PIB en el conjunto de la eurozona del 8,3% en 2020 y una subida del 5,2% en 2021, mejorando casi un 2% las previsiones de este año desde su anterior publicación en junio. Nuestro país, sigue a la cola del crecimiento europeo, -12,8% estimado para 2020 y +7,2% para 2021. En este caso, es el único país de los grandes que no mejora un ápice la estimación de este año. Todas estas cifras tuvieron su refrendo a finales de octubre, donde se conoció una mejora del PIB europeo del 12,7% trimestral frente a la esperada del 9,6%.

Estas cifras cambiarán, ya que las nuevas cuarentenas volverán a hacer mella en las estimaciones del último trimestre, y ya comienzan a sentirse palpables en las encuestas de sentimiento alemana, porque tanto el IFO, como el ZEW, empeoran en las expectativas del mes de octubre.

El sector servicios, medido por las encuestas PMI, encadena tres meses perdiendo fuelle, de la mano del empeoramiento de la crisis y la falta de control del virus. La cifra de octubre: 46,2 fue la más baja desde el mes de junio, y se aleja del 54,7 que se marcó en Julio. Las manufacturas por otra parte, siguen manteniendo el pulso y el indicador PMI escala hasta los 54,8 uno de los niveles más altos de los últimos dos años.

El empleo sigue estando muy condicionado por las medidas paliativas de los distintos gobiernos, en España hay unas 700.000 personas adscritas a algún expediente de regulación de empleo. En Inglaterra la tasa de desempleo subió hasta el 4,5% pero se estima que hay 9,6 millones de personas recibiendo ayudas del gobierno, que paga el 80% del salario habitual, con un límite de 2.500 libras/mes. En el conjunto de la eurozona, el desempleo subió una décima del 8,2% al 8,3% en el mes de septiembre.

La última reunión del banco central europeo sirvió como antesala y preparación de la reunión del próximo 10 de diciembre, en la que se incrementarán los programas de estímulos utilizando todas las herramientas al alcance del BCE, según Christine Lagarde. Este comentario, parece que afectó mucho más a la divisa que a los bonos, apreciando el euro en las sesiones de los últimos días de octubre, acercando el cambio hacia el 1,16. De la rueda de prensa de Lagarde, destacar el tono poco halagüeño en cuanto a la economía europea, de la que dijo estaban los riesgos claramente sesgados a la baja.

Desde el punto de vista de integración europeo, hubo un paso adelante con la emisión de los bonos que financiarán el programa “Next Generation UE”, programa que aún no tiene el visto bueno de los parlamentos de cada país. Polonia comenzó a generar titulares negativos, amenazando con bloquear el mismo, si no se dejaba de realizar injerencias políticas en asuntos de política interna del país.

## Entorno Macroeconómico

### Estados Unidos



Este mes de octubre lo más destacado desde el punto de vista político fue el positivo en Covid del presidente Trump y su esposa, que durante unos días tuvieron en vilo a la opinión pública. La pronta recuperación y la continuación de la campaña electoral siguieron generando ruido durante buena parte del mes; sobre todo desde el punto de vista del acuerdo fiscal, que finalmente, a pesar de todas las manifestaciones de unos y otros, republicanos y demócratas, no pudo completarse por los muchos intereses políticos creados en torno a las elecciones del 3 de noviembre.

Dejando a un lado el ruido político, desde el punto de vista económico, los datos de manufacturas siguen siendo positivos, aunque este mes fueron algo más débiles de lo esperado. Los ISM de septiembre de manufacturas pasaron de 56 a 55,4 y el de servicios, al revés que los de manufacturas, salieron mucho mejor de lo esperado, pasando de 56,9 en agosto a 57,8 en septiembre.

Las peticiones semanales de desempleo durante la primera mitad del mes siguieron mostrando unas

cifras muy altas, por encima de los 800.000 despidos semanales, para mejorar en la segunda parte y poder romper la barrera de los 700.000 despidos. La creación neta de empleo, sin embargo, sigue mejorando, aunque a un ritmo menor. En el mes de septiembre se crearon 661.000 empleos y la tasa de desempleo que ascendió hasta el 14,7% en abril se ha ido reduciendo hasta el 7,9% (lejos aún del 3,5% que se alcanzaba en febrero).

Durante este último mes, conocimos la cifra de crecimiento económico del tercer trimestre, que fue de un +33,1% (trimestral anualizado) un 7,4% trimestral frente a la caída del 10,1% del trimestre anterior. El fondo monetario internacional mejora en 2,3% sus previsiones para este año, y las deja en una caída del pib del 4,3% para el conjunto del año y para 2021 espera una subida del 3,1%. Ambas cifras nos dejan lejos aún de la senda de crecimiento previa a la crisis del Covid-19.

Las ventas retail, que se desbocaron en mayo después del confinamiento y de los cheques del "Cares Act", siguen siendo positivas, y durante septiembre subieron un 1,9% mucho mejor de lo esperado. La expectativa de un nuevo paquete de estímulos fiscales (pendiente para después de las elecciones), cheques y una nueva extensión del programa de desempleo, podría afectar las decisiones de compra del consumidor americano para los próximos meses.

Destacar por último los movimientos legislativos por parte del comité antimonopolio del congreso, que después de 16 meses de trabajo publicó un informe de 449 páginas en el que apuntan a la necesidad de reducir el peso de las grandes compañías tecnológicas americanas. Esto será algo a tener en cuenta, dado el peso de las mismas en los índices y tendrá que desarrollarse bajo el mandato del próximo presidente. En principio, Biden y los demócratas, se muestran más vocales en cuanto a su voluntad de reducir los privilegios de las grandes compañías, así que esta será una de las claves de los próximos años, sin duda.



## Resumen de Mercados

### Mercado Monetario



En la última reunión de la reserva federal americana, las proyecciones de tipos de los miembros del comité federal apuntaban a tipos invariables hasta el año 2023. Esto, junto con el objetivo flexible de inflación proyectado por Powell, garantiza sobre el papel una fuerte estabilidad de los tipos a corto plazo, para los próximos 2/3 años.

La reunión del BCE, del 29 de octubre, fue preparatoria para la reunión del próximo diciembre, donde Lagarde indica que habrá actuaciones y utilizarán todos los instrumentos a su alcance. Algo que quizá se refleja en las caídas del Euribor, que a 3 meses pasa del -0,49% a -0,52%. El Euribor a 12 meses pasa de -0,44 a -0,48%. Las yields de las letras alemanas se negativizan aún más y pasan de -0,61% a -0,73%

### Renta Fija



En medio de una batalla política por ver quién propone un impulso fiscal más grande, la yield de los Treasuries termina el mes al alza, pasando del 0,68% al 0,87% y situándose prácticamente en los niveles más altos desde el mes de junio. En algunos momentos, la yield de los Treasuries ha seguido subiendo a pesar de caídas bursátiles, lo cual hace perder algo su calidad de activo refugio.

En el bono alemán, habitualmente muy correlacionado con el movimiento de su homólogo americano, pesa más el incremento de casos y las nuevas cuarentenas en Europa. Lagarde insinúa mayores compas el mes de diciembre, por lo que la yield pasa del -0,52% al -0,62% a final de mes.

Queda destacar en Europa la emisión a mediados de octubre del primer bono conjunto de la eurozona, para financiar el programa SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) y que tiene como objetivo emitir 100 Bn. La primera emisión fue de 17.000 millones con dos tramos de 10 y 7 años de vencimiento y tuvo una demanda fortísima, con libros 14 veces sobresuscritos.

El Reino Unido, también forzado a emitir deuda para cubrir gastos sociales frente a la pandemia, ha visto como su rating cae, por parte de Moody's de Aa2, a Aa3. Con, eso sí, perspectiva estable.

Los spreads de crédito, medidos por los CDS, han seguido repuntado por segundo mes consecutivo. El incremento de casos de Covid en Europa ha arrastrado dudas en cuanto a la evolución financiera de las empresas más castigadas por la crisis. Sin embargo, las noticias de mayores programas de compras en Europa, mantiene la rentabilidad total del activo a raya durante el mes. El high yield por ejemplo, termina prácticamente plano en este período. Las primas de riesgo periféricas se estrechan ligerísimamente.

## Resumen de Mercados

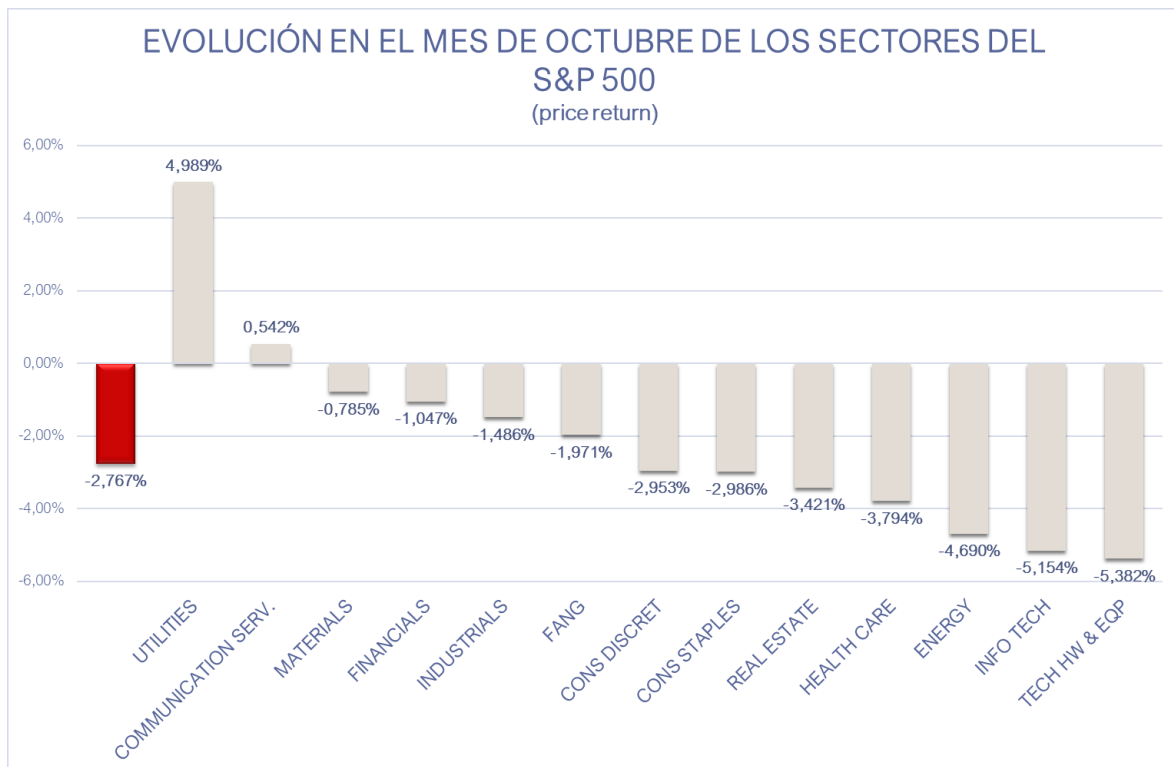
### Renta Variable



El incremento de casos de Covid en Europa vuelve a determinar el movimiento del mercado. Las nuevas cuarentenas, más o menos flexibles, hacen pisar el freno a las bolsas europeas, que pierden en general un 5% en el mes. Destacan las caídas del 7,37% y del 9,43% del Eurostoxx 50 y del Dax alemán respectivamente, por culpa de la caída de SAP, una de las compañías que más pesa en dichos índices, tras un profit warning que hizo perder al valor más de un 20%.

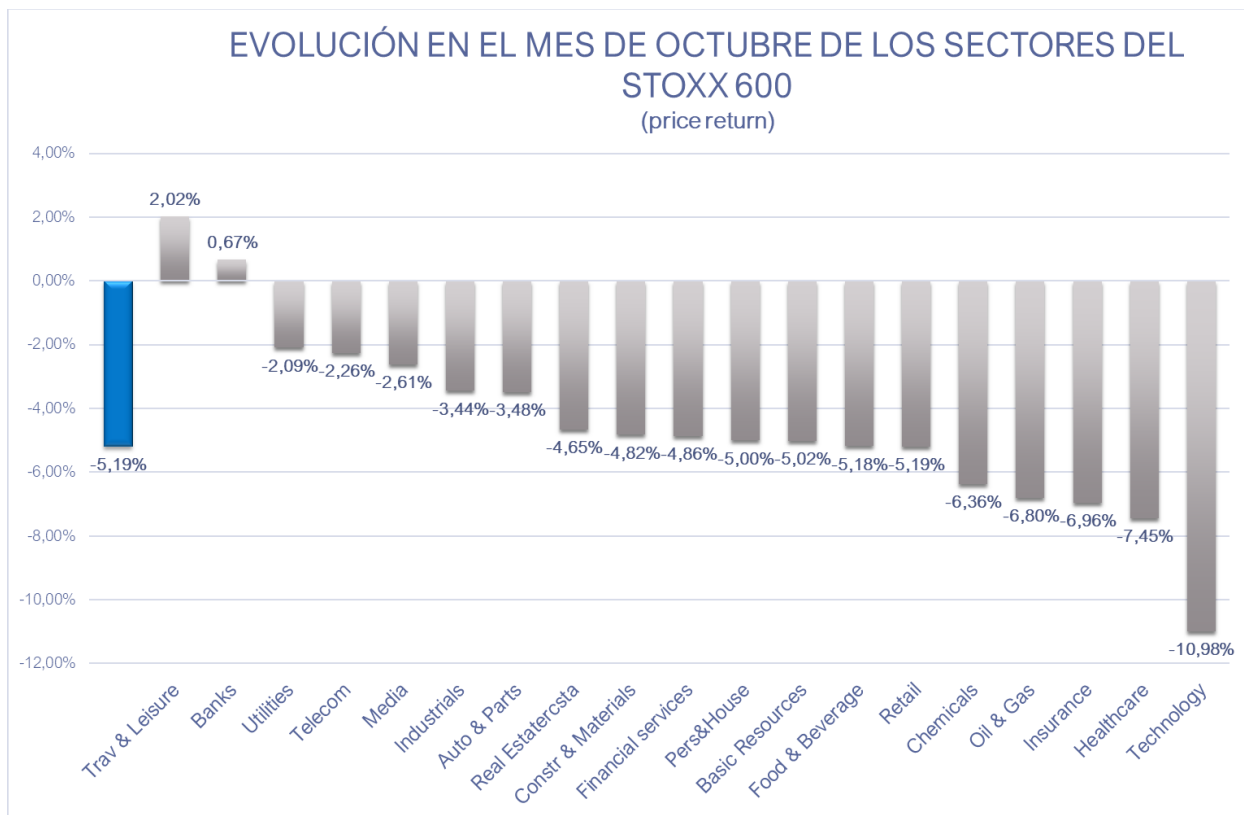
La volatilidad, sigue siendo una de las claves del comportamiento de las bolsas; que han estado moviéndose a golpe de titular, ya sea por los contagios de los Trump, ya sea por noticias de vacunas, o por los distintos rumores de acuerdos fiscales en USA. Y buena muestra de ello es que el Vix alcanzó niveles de 40 puntos en las últimas sesiones del mes.

El mercado americano, con la mirada puesta en las elecciones del 3 de noviembre, ha seguido teniendo un sesgo defensivo, en el que las grandes compañías tecnológicas no han destacado por su buen comportamiento. Con vaivenes, eso sí, en su comparativa con las pequeñas compañías del Russel 2000, el Nasdaq ha perdido casi un 4% en relativo en el último mes.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

El comportamiento menos fuerte de tecnología parece impulsado por dos motivos. En primer lugar, por el avance en las encuestas del candidato demócrata Biden que, sobre el papel, podría ser más proclive a incrementar impuestos y a poner más trabas administrativas a las FAANG. En segundo lugar, la demanda interpuesta por el departamento de justicia americano sobre Alphabet (Google) por abuso de posición dominante, que surge a continuación del informe antimonopolio presentado por el congreso americano. El desarrollo del juicio puede llevar años, pero podría representar una piedra en el zapato de unas compañías que por otra parte siguen mostrando unos resultados potentes, con crecimientos de doble dígito en algunos segmentos. En la nube, tanto Microsoft como Google muestran crecimientos por encima del 40%. Eso sí, las guías en esta última ocasión, han sido menos positivas, marcadas por la incertidumbre de la evolución del coronavirus, sobre todo en el gigante Apple, cuyo retraso en la venta del nuevo Iphone 12 ha podido pesar en las ventas del trimestre.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

Otro de los sectores más afectados, sigue siendo el sector de energía, muy penalizado por las cuarentas y la reducción de la movilidad en Europa. Durante el mes de octubre, conocimos varios retrasos en las vacunas de Johnson & Johnson y Eli Lilly, que tuvieron que parar sus estudios por culpa de algunos contratiempos. Curiosamente, sin embargo, el sector de ocio y turismo ha sido el mejor del mes en Europa, junto con los bancos, que han aguantado mejor las caídas del período, después de ser los peores sectores en el acumulado del año. La tecnología sufre claramente influida por el referido “profit warning” de SAP.

En clave asiática, destaca la OPV de “Ant Group”, brazo financiero de la compañía Ali Baba, cuyo dueño Jack Ma pretendía sacar a bolsa a comienzos de noviembre, y convertirla en la mayor OPV de la historia, adelantando a la saudí Aramco. Sin embargo, el regulador chino, sorprendió a última hora y paralizó la operación a la espera de nuevos requerimientos.

## Resumen de Mercados

### Materias Primas



La cotización del petróleo Brent, con el incremento de casos de Covid en Europa y las nuevas cuarentenas en ciudades como Madrid, París o Londres, ha reaccionado a la baja, rompiendo el nivel de 40\$/barril y se deja cerca de un 10% en el mes de octubre. Esto arrastra al sector energético, que cae cerca de un 4,50% en USA y algo menos de un 7% en Europa. Los rumores de que la OPEC+ pueda continuar con los recortes le dan un poco de aire en las últimas sesiones del mes.

Los metales industriales como el cobre cierran el mes con ligeros avances, pero durante este período han tenido movimientos bastante erráticos. Primero caían cerca de un 5% con el positivo de Trump y posteriormente se recuperaban más de un 10%, para volver a caer conforme se producían las cuarentenas en Europa.

El oro ha seguido manteniéndose cerca de los 1.900 \$/ onza, cerrando algo más bajo, con una caída del 0,37% en el mes. No ha actuado como activo refugio en momentos de caídas bursátiles y sigue la senda de los tipos reales, que se vuelven menos negativos con el empinamiento de la curva americana.

### Divisas



El euro ha tenido un mes de idas y vueltas, influido por los incrementos de casos de Covid, y por los rumores ahora sí, ahora no, de incrementos del programa de compras del BCE, que en su última reunión postpuso al 10 de diciembre, alertando que utilizaría todos los instrumentos a su alcance para anclar las expectativas de inflación. La divisa se fortaleció frente al dólar y terminó el mes en 1,165 lejos del 1,188 que alcanzara a mediados del período.

En cuanto a divisas emergentes, sigue llamando la atención el debilitamiento de la lira turca, que sigue sufriendo una fuerte presión por parte de los inversores. Frente al dólar pierde un 7,50% en el mes, y lleva una devaluación cercana al 30% en el año, algo similar frente al euro (-33%) Sin otro frente abierto, este año se estaría hablando de la crisis turca, que parece en los últimos días acelerarse de la mano de las encuestas que dan vencedor a Biden y que podría ser un poco más agresivo en su política con Rusia, en donde Trump ha sido más permisivo, por ejemplo no penalizando a Ankara por la compra de un sistema de defensa a Rusia.

El rublo, además de la posible victoria de Biden, está sufriendo la caída del precio del petróleo y se debilita por segundo mes consecutivo, perdiendo un 2,25% frente al dólar.



## Resumen de Mercados

Renta Variable			
RV Large		Octubre	2020
MSCI ACWI Hedged	Mundial	-2.39%	-3.05%
MSCI ACWI USD	Mundial	-2.50%	-2.52%
S&P 500	EEUU	-2.77%	1.21%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	-1.48%	-14.63%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	-3.44%	19.11%
Eurostoxx 50	Eurozona	-7.37%	-21.01%
DJ STOXX 600	Europa	-5.19%	-17.67%
IBEX 35 INDEX	España	-3.94%	-32.43%
DAX INDEX	Alemania	-9.44%	-12.77%
CAC 40 INDEX	Francia	-4.36%	-23.15%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	-4.92%	-26.05%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	-5.89%	-9.70%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	-2.84%	-8.25%
RV Emergentes		Octubre	2020
MSCI Emerging Markets	Emergentes	1.98%	-1.00%
RV Small		Octubre	2020
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	2.04%	-7.79%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	-4.86%	-13.72%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	-3.43%	-7.60%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	-0.49%	-0.68%
Materias Primas			
Goldman Sachs Commodity	Global	-3.57%	-35.76%
Petroleo [Contado,USD]	Global	-9.89%	-44.44%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	-0.37%	23.83%

Renta Fija			
RF Gobierno		Octubre	2020
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	0.15%	0.10%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	0.84%	3.62%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	-0.45%	6.32%
RF Corporativa Investment Grade		Octubre	2020
Corporate IG Euro	Euro	0.79%	1.54%
Corporate IG USA	USA	-0.26%	7.25%
RF Emergentes		Octubre	2020
JPMorgan EMBI Global	Emerg	-0.12%	0.25%
RF High Yield		Octubre	2020
High Yield Euro	Euro	0.28%	-7.76%
High Yield USA	USA	0.34%	-0.80%
Convertibles		Octubre	2020
Conv. Global	Global	1.82%	6.82%
Conv. Europa	Emerg	-0.35%	0.13%
Gestión Alternativa			
HFRX Global Hedge Fund	Global	-0.21%	10.14%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	-0.02%	6.50%
Divisas (vs EUR)			
USD	EEUU	0.64%	-3.72%
JPY	Japón	1.41%	-0.20%
GBP	Reino Unido	0.84%	-5.97%
CHF	Suiza	1.07%	1.63%

## Recomendaciones

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

<b>Liquidez</b> 	<p>Los bancos centrales, tanto en Estados Unidos como en Europa, siguen mostrando su disposición a mantener los tipos bajos durante mucho tiempo, y países como el Reino Unido plantean también la introducción de tipos negativos. Desde el punto de vista de asignación de activos, la liquidez sigue siendo un activo costoso, que debe tener consideración de coste de oportunidad, pero que sigue aportando descorsrelación a las carteras cuando se producen eventos de aversión al riesgo.</p>
<b>RF Gobierno</b> 	<p>Sigue la predisposición de los países para realizar estímulos fiscales y programas de ayuda, por lo que seguiremos viendo un incremento de las emisiones que, en muchos casos, seguirán siendo financiados por los programas de compras de los bancos centrales, que se incrementarán en consecuencia. Los cambios de objetivo de inflación de la FED (y recientemente insinuado por el BCE), permitiendo desviaciones sobre el objetivo del 2%, podría producir repuntes en los plazos más largos.</p>
<b>RF Corporativa IG</b> 	<p>Los spreads de crédito en los últimos meses han evolucionado de la mano de los movimientos bursátiles, engrangados, con subidas y bajadas de spreads. Ofrecen un carry estable en un mundo de tipos bajos por mucho tiempo, por lo que podrían ofrecer una base estable en carteras diversificadas. Las decisiones de reducción de costes, protección del balance, reducción del dividendo y refinanciación de deuda, benefician al bonista frente al accionista. Sin embargo, los niveles actuales son exigentes.</p>
<b>RF High Yield</b> 	<p>Sigue existiendo mucha incertidumbre en cuanto a caídas de rating (fallen angels) y a tasas de default esperados (en las últimas semanas comienzan a verse incrementos significativos de quiebras). En las últimas semanas parece que el activo ha tenido algo de pausa, corrigiendo de la mano del movimiento bursátil con el que sigue teniendo una alta correlación. El carry en estos niveles sigue pareciendo atractivo. Recomendamos esperar a caídas para tomar posiciones.</p>
<b>RF Emergente</b> 	<p>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. Siguen produciéndose bajadas de tipos y el dólar en los últimos tiempos ha perdido algo de fortaleza, lo que les favorece. Sin embargo, el componente de duración podría restarles atractivo si hubiera un repricing de las curvas.</p>
<b>Gestión Alternativa</b> 	<p>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.</p>
<b>Renta Variable</b> 	<p>Las elecciones americanas distan mucho de dejar un claro ganador, el recuento puede demorarse semanas y la incertidumbre hasta el momento no se ha reflejado en el comportamiento bursátil que ha sido muy positivo. El rally de estos días podría diluirse. Los casos de Covid en USA siguen repuntando, y quizá podrían tomar protagonismo una vez que se pase el ruido electoral. Además, con el terreno político enfangado, el estímulo fiscal previsto, podría retrasarse o salir descafeinado.</p>
<b>RV Emergente</b> 	<p>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&amp;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. La debilidad del dólar en las últimas semanas podría dar un pequeño impulso al activo.</p>
<b>Materias Primas</b> 	<p>El oro sigue moviéndose en la misma senda que los tipos reales americanos, mimetizando los movimientos de los mismos. Alcanzó máximos históricos en momentos de tipos reales históricamente bajos, y ahora podría tener algo de pausa. El petróleo ha vuelto a perder niveles en las últimas semanas, muy influido por la posible caída de demanda ante un parón de la movilidad por causa del virus. Alguna de las acciones petroleras, cotizan en mínimos de muchos años.</p>

## Evolución Fondos y SICAVs Welzia

### FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5	GLOBAL FLEXIBLE	EGERIA COYUNTURA	WORLD EQUITY	GLOBAL OPPORTUNITIES
----------	-----------------	------------------	--------------	----------------------

Fondo	Valor	Rentabilidades				Volatilidad		
		Mes	Año	2019	2018	2017	2016	12 Meses
<b>Fondos gestionados por Riesgo</b>								
Welzia Ahorro 5	11.42	-0.27%	2.76%	5.60%	-10.87%	5.02%	0.26%	4.03
Welzia Global Flexible	88.80	-1.55%	0.52%	5.23%	-12.92%	-	-	-
<b>Fondos Temáticos</b>								
Welzia Global Opportunities	11.63	-2.76%	-4.97%	18.96%	-17.90%	7.45%	7.06%	31.37
Welzia World Equity	13.08	-1.94%	-0.82%	20.97%	-14.58%	12.94%	1.15%	25.99
<b>Fondos Egería</b>								
Egería Coyuntura	264.17	-4.30%	-14.27%	20.56%	-11.04%	7.90%	-0.33%	23.80

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

Datos a 30 de octubre

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management.

## Evolución Fondos y SICAVs Welzia

### FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL FLEXIBLE

EGERIA  
COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL OPPORTUNITIES

#### WELZIA Ahorro 5, FI



El fondo Welzia Ahorro 5, F.I. acumuló una rentabilidad negativa de 0,27% durante el mes de octubre, situando la rentabilidad acumulada del año el 2,76%.

Durante octubre continuaron las caídas en los principales activos y mercados iniciadas en septiembre, el mercado se encuentra en un proceso de consolidación cerca de máximos históricos.

El fondo comenzaba el periodo con un nivel de inversión bastante reducido, y a pesar de retomar algunas inversiones en la mitad del periodo, como convertibles y renta fija de alto rendimiento, el fondo cerró el mes invertido de forma similar al inicio. El fondo mantuvo durante el mes, posiciones en renta variable mundial (10%), convertibles (5%), renta fija de alto rendimiento (5%), renta fija corporativa largo plazo (25%), renta fija corporativa financiera (5%), renta fija corporativa de corto plazo (15%) y situaba el resto en liquidez. Debido a los sistemas de control de riesgo específicos de cada activo, se vendieron posiciones en los principales activos de riesgo y el fondo llegó a final de mes notablemente menos invertido, renta variable (10%), renta fija corporativa financiera (5%), renta fija corporativa de corto plazo (10%) y el resto en liquidez. En el caso de la renta variable, la cartera cuenta con opciones 'PUT' de cobertura que alisan el comportamiento del activo.

A pesar del buen comportamiento de los activos en la primera parte del mes, la volatilidad implícita (medida por el índice VIX) continuó aumentando debido al entorno macroeconómico y político del momento y, por lo tanto, añadiendo más presión a nuestro sistema de control de riesgo individual. Este comportamiento aceleró la salida de activos de la cartera en la segunda parte del mes, atenuando las pérdidas y reduciendo la volatilidad en el periodo.

La rentabilidad del mes en el fondo se explica principalmente por el rendimiento de la renta variable, los índices de renta variable en EEUU y Europa retrocedieron un -2,44 y -5,78%, respectivamente, y contribuyeron al rendimiento del fondo en un -0,35%. La parte invertida en renta fija y las opciones de cobertura supusieron una contribución positiva para el fondo.

Por último, el fondo mantiene posiciones tácticas largas en divisa dólar norteamericano: 7,5%, y una duración reducida al situar la renta fija de gobierno en el 0%. Estas posiciones tienen como función complementar la asignación de activos modulando el riesgo-divisa y la duración de la cartera.

En resumen, el mes de octubre ha supuesto continuar con un perfil de riesgo bajo en el fondo. La disminución drástica de riesgo emprendida en el mes de septiembre continuó en el periodo, y como señalamos el mes anterior, continuará mientras la volatilidad implícita continúe alta y el comportamiento de los activos permanezca débil. La situación macroeconómica y política actual, y la recuperación rápida y generalizada en las valoraciones de los meses anteriores recomiendan un posicionamiento más conservador en el inicio del mes.

## Evolución Fondos y SICAVs Welzia

### FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

**GLOBAL FLEXIBLE**

EGERIA  
COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL OPPORTUNITIES

#### WELZIA Global Flexible, FI

---



Durante octubre el fondo retrocedió un -1,64% situando la rentabilidad del año en el 0,66%. El fondo comenzó el mes invertido en su cartera positiva, esto es, con una exposición a la renta variable mundial del 50%, pero finalizó el mes invertido en su cartera media, es decir, 30% en renta variable.

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 define el nivel de riesgo del fondo. Se emplean tres carteras: positiva, media y defensiva para regular el riesgo en el fondo.

El indicador general, que se recuperó de manera vertiginosa desde sus mínimos de marzo y alcanzó su máximo en verano, se encontraba en un proceso de consolidación en los últimos meses donde tanto los indicadores de actividad como los de mercado dejaron de mejorar y empezaron a mostrar peores números. En el mes de octubre, el indicador general se situó en niveles de cambio y señaló la reducción del riesgo en el fondo y, por lo tanto, pasar de la cartera positiva a la cartera media. Este cambio de cartera supuso reducir el nivel de renta variable en la cartera del 50% al 30%, aumentar la duración de la cartera a través de bonos de gobiernos occidentales, y mantener estable la inversión en renta fija de alto cupón (10%).

Durante el mes, los principales activos del fondo han retrocedido, por ejemplo, el índice de renta variable global retrocedió un 2,39%. Además, la renta fija gobierno, tradicional refugio en momentos de volatilidad, ha restado rentabilidad a la cartera y no actuó como activo refugio en esta ocasión.

El fondo comienza el mes de octubre en la cartera media pero muy cerca del cambio hacia la cartera defensiva. Los porcentajes de inversión del fondo a cierre de mes fueron 30% en renta variable mundial, 10% en renta fija de alto rendimiento europeo, 60% entre renta fija de gobiernos europeos y de EEUU, y un 10% en exposición directa a USD.



## Evolución Fondos y SICAVs Welzia

### FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL FLEXIBLE

EGERIA  
COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL OPPORTUNITIES

#### EGERIA Coyuntura, FI



La rentabilidad del fondo en el mes fue del -4,30% y el acumulado anual el -14,26% frente a un -17,63 % de su benchmark.

La fuerte irrupción de la 2ª ola del Covid en Europa ha provocado fuertes caídas de los índices bursátiles en octubre, rompiendo los soportes del rango en el que estaban inmersos desde junio. El Eurostoxx50 perdió el -7,37%, el IBEX cede en el mes un -3,93%, mientras el Eurostoxx600 baja el - 5,18%.

Durante el mes han publicado resultados del 3T bastantes compañías con presencia en nuestra cartera, que en general han sido mejores de las previsiones, aunque alguno ha decepcionado. Entre las compañías que más ponderación tenemos en cartera, citar ASML que presentó un fuerte incremento en ventas y en beneficio, más de un 6% y un 12% respectivamente sobre lo esperado. LVMH con unas ventas superiores en un 7% a las estimadas, destacando el fuerte incremento de las mismas en China, que ya suponen el 34% del total. Robustas cifras y mejores de lo esperado de Philips, tanto en ventas como en márgenes, beneficiándose del fuerte incremento de pedidos para monitores y respiradores. Iberdrola no decepciona las ambiciosas expectativas de los analistas, la nueva capacidad en generación, un mayor factor de carga en renovables, mejoras en eficiencia y menores costes financieros impulsan sus resultados. Schneider Electric publica cifras de ingresos mostrando un fuerte repunte de más del 6%, impulsado principalmente por un fuerte crecimiento en Asia-Pacífico. L’Oreal ha reportado ingresos trimestrales mejores de lo esperado, impulsados principalmente por China, USA y Brasil además por el aumento de las ventas online, lo que les lleva a incrementar su cuota de mercado. Sanofi, obtiene resultados por encima de lo previsto en EBIT, debido principalmente a la contención de costes y a la buena dinámica de vacunas de la gripe motivado por el Covid-19. Por el lado negativo, la compañía alemana de software SAP anunció un profit warning sobre el ejercicio 2020 y retrasó los objetivos previstos para el 2023 al 2025, y la empresa aeronáutica gala Safran con fuertes reducciones de la cifra de ventas, no obstante, confirmó sus guías para el año.

Las dudas sobre la evolución de esta segunda ola de la pandemia, la vuelta a los confinamientos y sus efectos en las economías, abren un escenario de incertidumbre para los próximos meses. Además, el resultado de las elecciones en los EEUU y el desenlace de las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea sobre el Brexit, añaden la posibilidad de volatilidad en las bolsas.

Durante el periodo hemos incrementado nuestra exposición en renta variable desde el 63,61% del mes pasado al 67,81% a fin de octubre. Los valores con mayor ponderación en cartera son Iberdrola, ASML, Inditex, Essilor, L’Oreal y Schneider con pesos entre el 1,5% y el 2% cada compañía. Señalar, que hemos cubierto la mitad de nuestra exposición al USD.

## Evolución Fondos y SICAVs Welzia

### FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL FLEXIBLE

EMERGENCIA  
COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL OPPORTUNITIES

#### WELZIA World Equity, FI

---



Al cierre del mes de octubre, que empezaba con las bolsas optimistas y finalizaba con caídas bursátiles ante el aumento de la preocupación tras la implementación de restricciones en Europa debido a la pandemia, el fondo Welzia World Equity acababa un 0,18% por encima de su índice de referencia. Ha sido un mes sin cambios en los fondos que componen las estrategias. No obstante, el 20 de octubre se redujo un 10% el nivel del USD y se compró cobertura mediante opciones del índice Standard and Poor's 500 con vencimiento en diciembre, para proteger al fondo del posible aumento de la

volatilidad tras las elecciones de Estados Unidos, de esa manera el nivel de exposición neta a la renta variable descendió hasta el 81%, el nivel más bajo del año, y la exposición al USD al 5%, nivel en el que ya había estado durante los meses previos al verano. En el año, el fondo acumula un diferencial positivo de 1,52% respecto a su índice de referencia

Las mayores aportaciones al fondo han venido de las pequeñas empresas americanas, que abrían un margen positivo del 4% frente a las grandes compañías en la primera mitad del período y lo mantenía hasta el cierre. También han contribuido muy positivamente las compañías de países emergentes, especialmente las Chinas, que no se han visto afectadas por la pandemia gracias al estricto control de las autoridades para frenar al virus. Concretamente, el fondo Mirae Asia Great Consumer, que se ha revalorizado un 4,84%, está centrado en el consumo chino e indio, segmento de mercado que goza de gran fortaleza a pesar del entorno global. También el fondo Baillie Gifford Emerging Leading Companies, que apuesta por compañías con alto crecimiento de beneficios, ha cerrado un buen mes, apuntándose una ganancia de un 5,58%.

Los peores comportamientos del mes se han localizado en la tecnología americana, que era afectada por la incertidumbre previa a las elecciones norteamericanas, y esto tiene su reflejo en los fondos growth americanos de la cartera, que caían un 3,65% y un 4,05%.

## Evolución Fondos y SICAVs Welzia

### FONDOS DE INVERSIÓN

AHORRO 5

GLOBAL FLEXIBLE

EGERIA  
COYUNTURA

WORLD EQUITY

GLOBAL OPPORTUNITIES

#### WELZIA Global Opportunities, FI



El fondo se ha vuelto a comportar mejor que sus índices de referencia en un mes volátil. Su caída del 2,76% es pareja a la del S&P 500 (-2,66%) y mejor que el MSCI World (-3,12%) y que el Stoxx 600 (-5,09%).

A inicios de mes hemos realizado la rotación trimestral de valores en la cartera TriFactor, que ha dado como resultado una cartera un poco más cíclica. A nivel sectorial, hemos reducido peso de sectores tradicionalmente defensivos como Salud y Telecom; mientras que subimos peso en Industriales, que alcanza un peso del 28%; y también en Consumo

Cíclico, que llega casi al 20%.

A nivel geográfico, los cambios son mucho más tenues, con una ligera bajada de la Zona Euro que se compensa con pequeñas subidas en Canadá y los países nórdicos.

Desde la compra de los valores, las compañías que más han subido han sido la compañía canadiense de venta de recambios para vehículos Canadian Tire Corp (+7,5%); la minera australiana Fortescue Metals, con una subida del 5,5% y la distribuidora médica Henry Schein (+5%). Por el lado negativo, nos encontramos compañías del sector tecnológico, como Dialog Semiconductor, que cae un 16% sin que haya noticias negativas en cuanto a la evolución del negocio. Las caídas de las FAANG han arrastrado a este tipo de valores, pero seguimos confiando en el crecimiento de una compañía que ahora mismo obtiene un porcentaje creciente de ingresos del Bluetooth de baja energía presente en relojes inteligentes y dispositivos similares. También cae bastante la compañía biotecnológica Amgen, arrastrada bastante por las caídas del sector farmacéutico por miedo a mayor regulación.

Además de la rotación trimestral, durante el mes hemos procedido a la venta de la posición de Booking Holdings, que suponía un 0,50% de la cartera. Consideramos que había llegado a un nivel de valoración bastante exigente teniendo en cuenta la situación actual, en la que volvemos a ver restricciones de la movilidad, con el consiguiente perjuicio para la compañía.

Por otro lado, redujimos a niveles de 1,17 un 7% de la exposición a la divisa USD; y realizamos una compra de puts en una cesta de valores para protegernos de un resultado electoral adverso, financiado con venta de puts del índice S&P 500.

Las principales posiciones del fondo a cierre de mes son el fabricante de motores para camiones Cummins, el distribuidor de material médico Henry Schein y la industrial Eaton Corp, con un peso aproximado del 2,1%.

Comenzamos el mes de noviembre con una exposición a bolsa del 93%, y una exposición al USD del 10%.

## Evolución Fondos y SICAVs Welzia

### SICAVs WELZIA

Sicav	Valor	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Acumulado 2020	2019	2018	2017	2016	
Sicav 1	13.35	-1.74%	0.70%	25.53%	-19.49%	11.59%	1.21%	21.27
Sicav 2	12.07	-2.44%	-4.25%	29.80%	-21.76%	11.78%	2.58%	22.40
Sicav 3	5.11	0.20%	3.09%	19.96%	-16.85%	7.21%	3.16%	17.57
Sicav 4	7.95	0.68%	11.58%	12.57%	-7.15%	11.61%	5.38%	9.98
Sicav 5	10.10	-0.41%	3.21%	4.89%	-7.34%	5.68%	-0.43%	3.82
Sicav 6	17.95	0.18%	-21.98%	29.13%	-8.56%	10.12%	5.63%	16.69
Sicav 7	9.73	-2.52%	-8.45%	14.71%	-13.18%	11.70%	-1.87%	18.38
Sicav 8	6.37	-2.10%	-0.29%	11.35%	-0.37%	-1.74%	3.48%	10.31
Sicav 9	0.85	-2.36%	-26.44%	6.52%	-11.09%	3.39%	3.41%	22.90
Sicav 10	4.04	-2.08%	1.63%	29.24%	-6.98%	14.03%	0.84%	21.39
Sicav 11	8.75	-3.52%	-29.26%	13.13%	-13.56%	6.18%	5.74%	27.17
Sicav 12	3.08	-1.79%	-0.65%	16.10%	-8.00%	5.80%	0.04%	10.97
Sicav 13	37.40	-3.22%	-13.08%	15.57%	-9.27%	8.23%	1.47%	20.52
Sicav 14	1.08	-2.58%	-5.36%	14.77%	-9.55%	3.95%	0.39%	14.63
Sicav 15	1.07	-3.41%	-9.81%	16.55%	-8.70%	1.39%	1.80%	17.45
Sicav 16	0.84	-1.54%	-12.37%	10.13%	-11.63%	5.88%	-5.17%	16.38
Sicav 17	17.60	-1.54%	1.49%	17.17%	-2.32%	11.96%	1.30%	13.28
Sicav 18	7.10	-1.43%	-5.93%	8.72%	-7.60%	0.90%	0.83%	10.60
Sicav 19	10.50	-2.13%	-5.87%	11.26%	-7.93%	4.23%	2.16%	14.62

Datos a 30 de octubre

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

## Tema del Mes

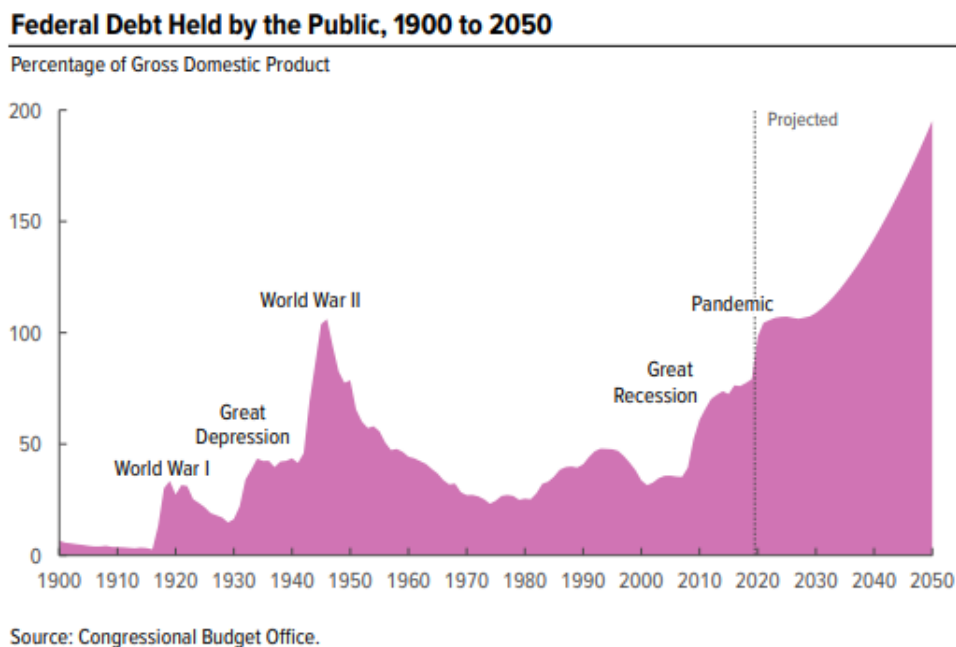
### Incremento del endeudamiento global

#### La crisis del Covid da la puntilla.

*“Después de unos años de relativo esfuerzo fiscal, tras la crisis de deuda periférica, los estados se enfrentan a incrementos fortísimos de los déficits fiscales, por caída de la actividad y por la necesidad de reflotar una economía que se encuentra en una situación muy delicada, alcanzando cifras de desequilibrios presupuestarios no vistos desde la Segunda Guerra Mundial. Todo ello tendrá consecuencias en el medio y largo plazo que trataremos de esbozar en este mensual”*

Las sociedades occidentales han ido incrementando sus niveles de endeudamiento en los últimos años, por varios motivos, demográficos por un lado y por el incremento de intervencionismo estatal tras las crisis de las últimas décadas. Estados Unidos alcanzó su último periodo de superávit presupuestario a comienzos del 2000 bajo la presidencia de Bill Clinton. A partir de ahí, la crisis de las “.com” primero y la gran crisis financiera de 2008 motivaron un incremento de deuda que, aun así, se queda lejos de lo que estamos viendo en 2020 con la crisis del coronavirus.

Para encontrar un precedente similar nos tendríamos que ir hasta la II Guerra Mundial, cuando los gastos derivados de la guerra llevaron a acumular déficits cercanos al 25% y la cantidad de deuda emitida llegó a los niveles de 100% deuda/PIB.

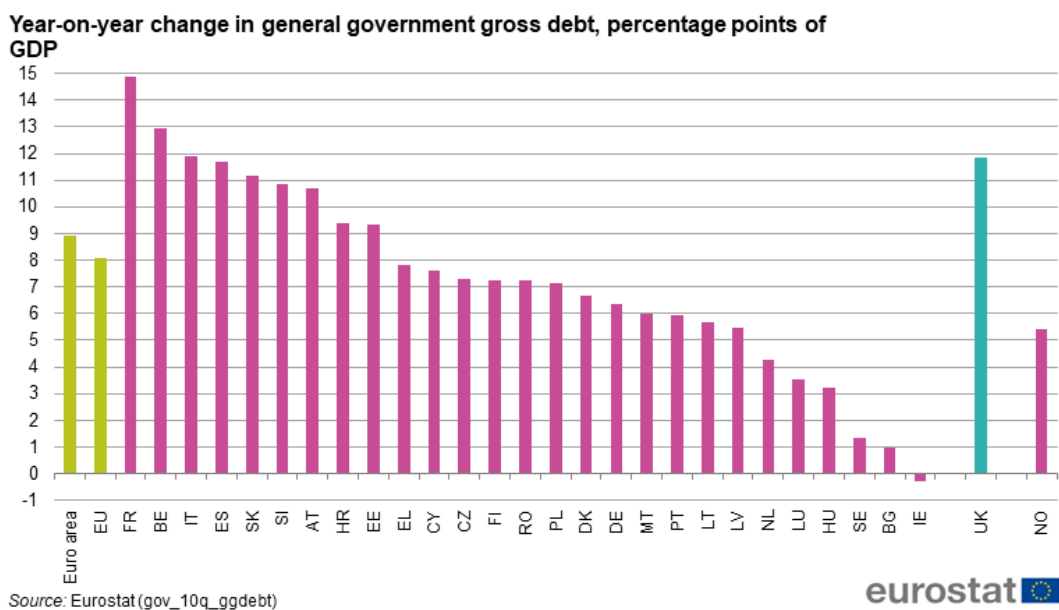


Hay muchos factores que afectan a estos cálculos, el envejecimiento de la población, que produce un mayor gasto médico, y reduce la población total, lo que a su vez reduce el crecimiento potencial de la economía y la productividad.



En Europa, la gran crisis financiera tuvo su corolario con la crisis de deuda periférica, donde los países periféricos, fundamentalmente Grecia, pero también España, Italia y Portugal, sufrieron la desconfianza de los tenedores de bonos al poner en duda su solvencia y la capacidad de repagar la deuda emitida. Las yields de los bonos alcanzaban niveles del 5%-6%, incluidos las letras y bonos a muy corto plazo, y la sombra de los rescates y los ajustes presupuestarios estaban a la orden del día. Para aquellos con mayor capacidad de riesgo, aquellos tipos supusieron una oportunidad única de inversión, algo que se echa de menos en estos tiempos de tipos negativos. (La Yield del 10 años Italiano llegó al 7%, y hoy ofrece un tipo del 0,70%).

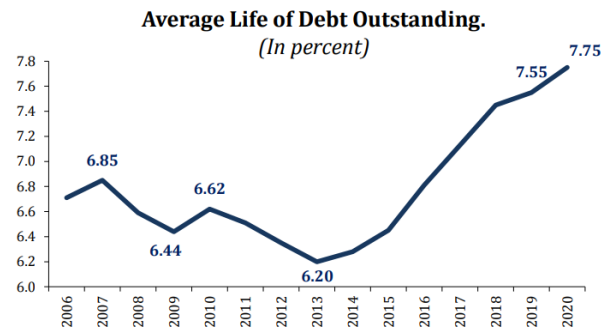
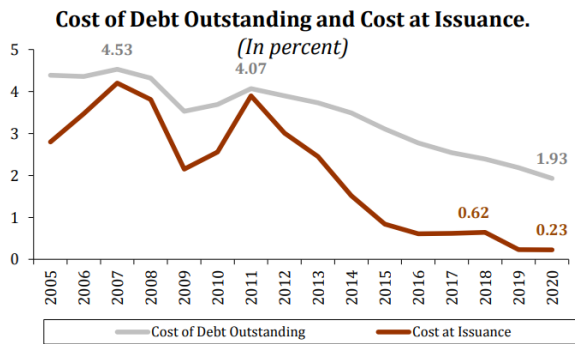
A día de hoy, la situación en volumen y déficits es mucho peor que en aquellos años, España, por ejemplo, no ha conseguido alcanzar siquiera la estabilidad presupuestaria y ha mantenido su deuda cercana al 100% de PIB, y a raíz de la crisis, se dispara hasta el 110,10% en el segundo trimestre de 2020.



¿Porqué los mercados no centran su atención en esto? ¿Qué hace que ya no se hable de austeridad y que los países barajen medidas de estímulos sin preocupación de los hombres de negro? ¿Porqué ya no se habla de las primas de riesgo?

## Los bancos centrales ayudan

Desde el discurso de Mario Draghi en el verano de 2012, el conocido como “Whatever it takes” (Dentro de nuestro mandato, el BCE hará lo que sea necesario para defender al euro, y créanme, será suficiente), la situación de la deuda de la eurozona, no ha sido un camino de rosas, pero claramente supuso un antes y un después en la crisis. Por un lado, los programas de compras de activos, y por otro lado, las bajadas de tipos (incluso a negativo) han permitido algo que se ve con meridiana claridad en los dos siguientes gráficos relativos a la deuda española. En 2012 teníamos que pagar unos intereses medios cercanos al 4% y la vida media de nuestra deuda era cercana a 6 años. Unos años después, el coste medio de intereses es inferior al 2% y se ha alargado los vencimientos hasta 7,75 años, lo que permite que el coste del servicio de la deuda sea mucho menor. Con una deuda >100% y un tipo de interés elevado, prácticamente tenías que endeudarte para pagar los intereses, algo que convertía en insostenible cualquier proyección futura de deuda.



La inflación juega un papel destacado en estos casos, ya que la emisión es nominal, pero los ingresos del estado son reales, es decir, se reflactan con el incremento de los precios y por tanto, teóricamente, una de las maneras de solventar un exceso de endeudamiento, es tratar de generar inflación a la vez que se mantienen los tipos bajos y, casualmente, el mensaje de los bancos centrales (sobre todo la FED) va por este camino. Mantenimiento de tipos bajos por mucho tiempo, y permitir que la inflación sea superior a la media durante un tiempo, para compensar los momentos en los que ha sido inferior.

## Incrementos de gasto público (Efecto Cobra)

La crisis del Covid-19 nos ha dejado distintas aproximaciones en cuanto al estilo de reparto de las ayudas públicas. Desde el más directo americano, donde se aprobaron cheques para mantener el nivel de renta del consumidor americano, pasando por los diferentes esquemas de protección de empleo, donde Europa opta por retrasar el desempleo (ERTEs) mientras que USA afronta los despidos con mayor naturalidad.

En Europa está pendiente el impulso fiscal del “Next Generation UE” y en USA se debate con fiereza un segundo programa de estímulos, que encalla por las ayudas a las finanzas públicas de municipios y estados, mientras que las promesas electorales indican un posible plan de infraestructuras de cifras mareantes.

Todo ello nos hace plantear una serie de preguntas en cuanto a la conveniencia o a la capacidad de asignación de recursos por parte del sector público. ¿Es el sector público el mejor asignador de recursos? ¿Tiene sentido una economía intervenida desde un órgano burocrático, que indique hacia dónde tienen que producirse las inversiones, dónde comprar, en qué invertir? Algo de esto estamos viviendo con las apuestas europeas de cambio climático, digitalización, etc.

Y todo esto nos trae a la mente el “efecto cobra”, que ilustra perfectamente los peligros de los incentivos perversos. En la época colonial, el gobierno británico estaba preocupado por el número de cobras venenosas en Delhi, y ofreció un incentivo por el número de cobras muertas que se entregaran a las autoridades. La situación derivó en que se crearon granjas de serpientes para obtener mayores ingresos y cuando finalmente las autoridades comprendieron lo que sucedía e interrumpieron el incentivo, las granjas fueron abandonadas y terminó habiendo más cobras que antes de la introducción del incentivo.

Existen además dos efectos añadidos, que profundizaremos a continuación, en primer lugar, el efecto desplazamiento de la inversión privada y, en segundo lugar, el incremento del ahorro derivado del miedo a mayores impuestos.

En el primer caso, el incremento de deuda supone un rival financiero que compite en los mismos términos con otros proyectos, fondos de inversión, planes de pensiones y otros vehículos de inversión, con recursos limitados tienen que decidir las asignaciones de pesos ante una tarta creciente, pudiendo penalizar o contagiar los proyectos privados. El claro ejemplo fue el contagio de la deuda privada de los países afectados cuando se produjo la crisis periférica; la financiación de nuestras empresas se vio perjudicada, obligando a pagar unos tipos mucho más altos, ceteris paribus, que sus homólogos del norte europeo.

En el segundo caso, los agentes económicos, toman decisiones fundamentadas en base a expectativas racionales, y pueden, en el caso de ver incrementos descontrolados de déficits públicos, pensar que a estos les sucederán períodos de austeridad fiscal, en el que los estados vuelvan a una senda de menor gasto, o de mayor subida de impuestos, por lo que, en el futuro, sufrirá una caída de la renta disponible y por tanto, se incrementará hoy el ahorro para combatirlo.

## ¿Qué nos dice la historia?

Desde los orígenes de la antigua roma, muchos imperios han caído por excesos en sus finanzas públicas, normalmente por excesos en gastos militares, para financiar guerras. Pero también, por exceso de gastos suntuosos, y gigantismo de la administración pública. En el momento de ajustarse el cinturón, tradicionalmente la primera opción ha sido la de incrementar los impuestos, hasta un punto de asfixia de la iniciativa privada, que deriva en un incremento en el mercado negro o una caída de la recaudación por menor actividad económica. En otros casos, expropiaciones, de aquellos con fortuna, pero sin la bendición del gobernante de turno. En muchos otros casos, intentos de debilitamiento de las monedas, y aquí tomamos el ejemplo de Nerón, que en el año 65 D.C, redujo el peso de los denarios de plata y los áureos de oro, de manera que, donde antes se producían 84 monedas de plata, se pasó a producir 96, dejando a Nerón en caja aproximadamente un 15% más de plata por el camino. Los áureos pasaron de 40 a 45 monedas en un camino que siguieron sus sucesores al frente del impero romano hasta su caída años después.

La historia del imperio español no estuvo exenta de episodios de alto endeudamiento y quitas de deuda, la primera de las cuales ocurrió bajo el reinado de Felipe II, allá por el año 1557. A ella se le sucedieron otras 10 a lo largo de la historia, así como distintos intentos de devaluación de las monedas y de confiscación de bienes para cuadrar las cuentas públicas. Ejemplo de ello fueron las desamortizaciones, que centraron su objetivo en la Iglesia, poseedora de muchos bienes inmuebles y terrenos.











Este ciclo, de una u otra manera, se ha producido desde que la humanidad se establece y rige desde las primeras ciudades-estado hasta nuestros días.






Sin embargo, pocas veces en la historia más reciente, los países occidentales han ido acumulando tanto endeudamiento. El shock del Covid, y la necesidad de mantener el estado del bienestar, apuntan a un incremento sin precedentes de deuda en extensión y globalidad, ya que todos los países de un modo u otro se ven afectados por el mismo problema y por tanto, el shock es compartido. No hay países señalados, aunque algunos como Turquía, estén teniendo mayores dificultades debido a su maltrecha situación inicial.










Por tanto, podemos esperar un comportamiento relativamente homogéneo, y uniformidad en las medidas de banqueros centrales, como estamos viendo entre la Fed y el ECB, que por el momento siguen absorbiendo las emisiones de deuda con sus programas de compras, convirtiéndose en los mayores tenedores de deuda de sus respectivas circunscripciones. Mientras esto suceda, parece que los desequilibrios podrían mantenerse durante muchos años, ganando tiempo para solucionar las finanzas públicas con cargo a mejoras de productividad y con la colaboración de la inflación que, de momento, es esquivada.





## 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	-3.90
	Estados Unidos	7.41	2.40	2.40	1.60	2.30	2.90	2.30	-4.00
	Union Europea	12.70	0.90	1.50	1.70	2.50	1.80	1.20	-7.80
	Japón	-9.90	0.20	0.60	1.00	1.60	0.70	1.00	-5.60
	Reino Unido	-19.80	2.60	2.20	2.00	1.70	1.40	1.30	-10.00
	Suiza	-7.30	1.90	0.80	1.40	1.00	2.60	0.80	-5.00
	Alemania	8.20	1.60	1.50	1.85	2.50	1.50	0.60	-5.80
	Francia	18.20	0.40	1.10	1.10	1.90	1.50	1.20	-9.60
	Italia	16.10	-0.40	0.70	0.90	1.50	0.80	0.20	-9.90
	España	16.70	1.30	3.20	3.20	3.10	2.50	2.00	-12.00

		EMERGENTES							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Agregado Emerg.		5.40	5.10	4.70	4.70	4.97	4.32	-0.71
	Brasil	-9.70	0.05	-3.70	-3.50	1.00	1.22	1.10	-5.20
	Rusia	-1.90	0.50	-3.70	-0.50	1.50	1.80	1.30	-4.10
	India	5.30	4.70	7.35	7.50	6.30	7.40	5.00	4.20
	China	2.70	7.40	6.90	6.70	6.90	6.60	6.10	2.05

		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	0.37	0.40	0.00	0.20	1.50	1.70	1.20	0.30
	Japón	0.00	2.70	0.80	-0.10	0.50	1.00	0.50	0.00
	Reino Unido	0.50	1.50	0.00	0.70	2.70	2.50	1.80	0.90
	Suiza	-0.60	0.00	-1.10	-0.40	0.50	0.90	0.40	-0.70
	Alemania	-0.50	0.80	0.10	0.45	1.70	1.90	1.40	0.50
	Francia	0.00	0.60	0.10	0.25	1.20	2.10	1.30	0.50
	Italia	-0.60	0.20	0.10	-0.10	1.30	1.20	0.60	-0.20
	España	-0.90	-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	3.14	6.30	9.00	8.75	3.40	3.70	3.70	2.70
	Rusia	3.70	7.80	15.60	7.10	3.70	2.90	4.50	3.30
	India	5.63	7.20	6.15	4.90	4.50	4.07	4.15	4.80
	China	1.70	2.00	1.40	2.00	1.60	2.10	2.90	2.80

		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	2958.21	-19.0%	-15.7%	-3.87%	0.53%	46.57	2.9%	3,426,589
	FTSE 100	5577.27	-23.9%	-20.4%	-5.67%	1.37%	465.14	3.8%	2,074,020
	SWISS MKT	9587.15	-6.7%	-3.1%	4.63%	4.85%	23.50	3.1%	1,306,794
	DAX	11556.48	-12.8%	-10.2%	-4.41%	1.27%	65.64	2.9%	1,295,032
	CAC 40	4594.24	-21.5%	-17.9%	-3.07%	1.82%	50.37	2.9%	1,810,448
	FTSE MIB	17943.11	-22.1%	-19.1%	-4.71%	-1.20%	80.69	3.6%	519,256
	IBEX 35	6452.20	-30.8%	-28.1%	-11.87%	-5.44%	#N/A N/A	3.8%	521,236
	Value	82.67	-27.9%	-24.5%	-8.56%	-2.67%	53.75	4.4%	5,568,495
	Growth	145.98	-5.1%	-0.3%	4.18%	4.64%	38.10	1.8%	5,909,669
	Large	2958.21	-19.0%	-15.7%	-3.87%	0.53%	46.57	2.9%	3,426,589
	Small	425.86	-12.7%	-5.8%	-1.45%	4.59%	82.64	2.5%	1,732,245
		BOLSAS ESTADOS UNIDOS							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
	S&P 500	3269.96	2.8%	9.7%	10.41%	11.69%	26.14	1.8%	29,159,421
	DOW JONES	26501.60	-5.4%	0.3%	6.74%	11.10%	22.63	2.2%	8,548,038
	NASDAQ	11052.95	27.5%	38.0%	22.20%	20.22%	35.21	0.8%	13,079,523
	Value	1089.78	-13.2%	-7.1%	3.07%	6.86%	19.88	2.8%	16,666,742
	Growth	2261.22	16.9%	24.4%	16.59%	15.51%	32.86	1.1%	21,740,500
	Large	3269.96	2.8%	9.7%	10.41%	11.69%	26.14	1.8%	29,159,421
	Small	1538.48	-6.8%	-0.2%	2.16%	7.24%	#N/A N/A	1.7%	2,349,860
		RESTO DEL MUNDO							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
	Nikkei 225	22977.13	-1.1%	2.2%	3.50%	5.84%	39.47	1.7%	3,421,215
	IBOVESPA	93952.40	-18.8%	-12.4%	8.13%	15.40%	79.93	2.7%	553,473
	MOEX	2690.59	-6.5%	-0.8%	16.60%	16.14%	11.08	5.7%	496,159
	NIFTY	11642.40	-3.0%	-0.6%	5.52%	9.09%	29.63	1.4%	1,239,684
	CSI 300	4695.33	17.0%	23.3%	7.74%	8.15%	18.34	1.9%	5,894,172
	HANG SENG	24107.42	-11.8%	-7.5%	-1.84%	4.95%	13.31	2.9%	3,168,726
	MSCI Emerging M.	1103.46	1.1%	8.6%	2.29%	8.32%	20.84	2.5%	#¡VALOR!
		DIVISAS							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)			
	EURUSD	1.16	4.00%	4.81%	0.00%	1.14%			
	EURGBP	0.90	5.33%	4.15%	0.86%	4.75%			
	USDJPY	104.66	-3.88%	-3.88%	-2.71%	-2.80%			
	USDCNY	6.69	-4.22%	-5.29%	0.31%	1.16%			
		BONOS							
		Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)			
	Euro - Bund, 10YR	176.15	3.32%	2.99%	2.67%	2.30%			
	Euro - Buxl, 30 YR	228.76	15.31%	10.42%	11.25%	7.72%			
	US Treasury, 5YR	125.60	5.98%	5.94%	2.34%	0.95%			
	US Treasury, 10YR	138.22	7.54%	6.93%	3.42%	1.60%			
	US Treasury, 30YR	172.47	10.38%	8.68%	4.19%	1.97%			
		TIPOS							
		Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M			
	Euro Govt 10YR Yield	-0.63	-0.52	-0.52	-0.59	-0.41			
	US Govt 10YR Yield	0.87	0.68	0.53	0.64	1.69			
	UK Govt 10YR Yield	0.26	0.23	0.10	0.23	0.63			
	Japan Govt 10YR Yield	0.04	0.02	0.02	-0.03	-0.13			



# Análisis Técnico

## EUROSTOXX 50



## ESCALA SEMANAL

Como vemos en el gráfico, la lateralización del índice se rompió de manera brusca, rompiendo el pequeño canal que había ido dibujando en los últimos meses y llegando a superar la barrera de los 3000 por la parte inferior, aunque recuperó posteriormente para cerrar justo por encima. Con el violento movimiento alcista de la última semana hemos vuelto al canal lateral bajista de corto plazo, con máximos en el 3300 y mínimos en el 3100. Mientras no rompamos esta formación no podemos hablar de un escenario alcista claro.



## Análisis Técnico

### IBEX 35



### ESCALA SEMANAL

Como pronosticamos en el anterior informe, la rotura de los 7000 puntos ha llevado al selectivo español a los 6500 puntos, soporte importante que ha conseguido respetar. En este nivel ha rebotado y ahora busca otra vez los 7000, que funcionarán en este caso como resistencia. Mientras no los supere con claridad, estaremos en un rango lateral que tendrá esa anchura de 500 puntos. El siguiente soporte serían los 6000 puntos y la siguiente resistencia importante, los 8000.



## Análisis Técnico

### S&P 500



### ESCALA SEMANAL

Desde el último mensual el índice ha dibujado un camino de ida y vuelta en los niveles que venimos comentando desde hace un par de meses. Una vez alcanzó prácticamente los máximos llegando a superar los 3500 puntos y chocándose con la directriz acelerada, volvió rápidamente al soporte de los 3200 para de nuevo volver a rebotar con fuerza hasta niveles cercanos a máximos. En la actualidad, los 3200 siguen siendo la referencia principal en el caso bajista; mientras que hasta no superar la directriz acelerada, y con ello, nuevos máximos, no podemos hablar de tendencia alcista clara en el índice.



## Análisis Técnico

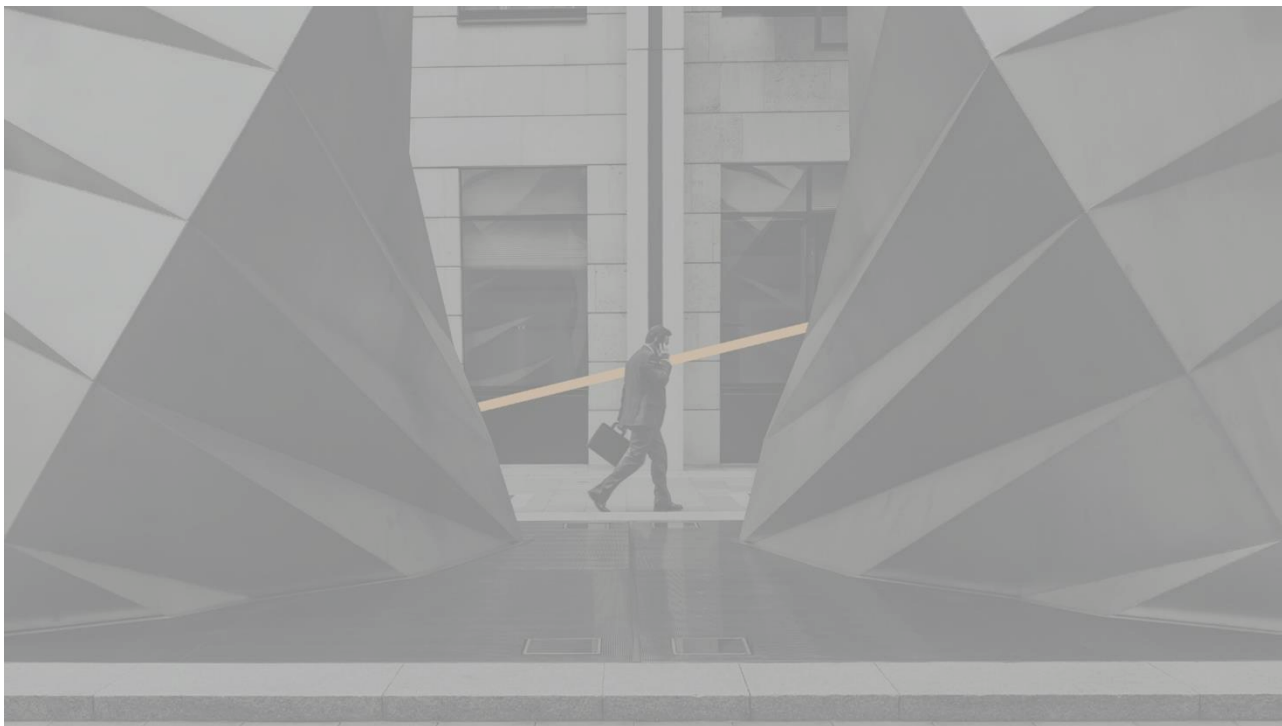
### EUR / USD



### ESCALA SEMANAL

La tendencia bajista que apuntábamos anteriormente no se ha terminado de confirmar, y ahora estamos en una lateralización del cruce en un rango de unos 4 céntimos, entre mínimos de 1,16 y máximos de 1,20. Dentro de la figura recomendamos no tomar acción, y una confirmación de la rotura de la misma sería ver el cruce por debajo de 1,15 o por encima del 1,20 que no fue capaz de superar en su primer intento.





## **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.

Para cancelar esta suscripción: [dsistemas@welzia.com](mailto:dsistemas@welzia.com)