

# Informe Mensual

Junio 2018

## Entorno Macroeconómico

**Distintos riesgos resurgen. Por parte de Europa, el temor a una Europa de dos velocidades, con la vuelta a la desconfianza en los periféricos y el miedo a los discursos euroescépticos. En el caso de EE.UU., las negociaciones arancelarias continúan y finalizan los plazos fijados para las exenciones a los aranceles a acero y aluminio. A lo que se suman los riesgos geopolíticos en Oriente Medio con presión alcista en el precio del crudo, que a su vez incrementa los temores inflacionistas y pone en una delicada situación a los bancos centrales. Por el lado de los emergentes, Argentina se ve obligada a pedir ayuda al FMI, tras su emisión de bono a 100 años, ante el fracaso de su intervención en el mercado de divisas para defender al peso y una subida de tipos al 40%, Argentina finalmente tuvo que negociar con el FMI para solicitar un préstamo de emergencia de 30.000 mln USD. ¿Cómo ha afectado todo esto a los mercados?**

### EUROPA

El mes de Mayo se ha caracterizado por estabilización de los datos macroeconómicos en Europa. Hemos podido ver como indicadores relevantes en la economía como los PMIs y el IFO de confianza empresarial, han conseguido estabilizarse en la zona de 55 y 102, respectivamente. El ZEW publica por segundo mes consecutivo en negativo el componente de expectativas pero se mantiene en unos niveles estables, mientras el componente de situación actual repunta hasta 87,4. La estabilización de los datos macro no ha producido una gran mejora del sentimiento en el Indicador de Sorpresas Macroeconómicas de Citi para Europa, que continuaría en niveles próximos a -90. A pesar de esta moderación, debemos tener en cuenta que los niveles de PMI actuales aún son coherentes con la preservación de tasas de crecimiento similares a las vistas en los dos últimos trimestres.

Resurgen los riesgos políticos en Italia y en España, elevando las primas de riesgo y debilitando el euro. En el caso de Italia, se forma un gobierno de coalición euroescéptico entre el MSE y La Liga Norte, dejando de lado al partido de Berlusconi. Algunas de las medidas que podrían implementar, como la renta básica, rebajas impositivas, derogación de la reforma de pensiones, supondrían un riesgo para la sostenibilidad de la deuda pública, ya que no podemos olvidar que actualmente es el 130% del PIB. A esto habría que sumar los rumores de solicitud de condonación de 250.000 mln euros de deuda en manos del BCE que circularon por el mercado, lo cual generó una importante inestabilidad en los mercados, con contagio en deuda pública periférica y sector bancario.

El BCE en su reunión del mes de abril, destacó la debilidad de los datos económicos publicados en los últimos meses, aunque señalando que los datos venían de niveles de crecimiento elevados. Esta preocupación por una desaceleración de los datos ha ayudado a acelerar el movimiento de apreciación del dólar. En las actas del BCE, publicadas en Mayo, se puede apreciar como sigue convencido que las robustas expectativas de crecimiento de la Zona Euro, harán que en el medio plazo la inflación converja hacia los niveles objetivo, reiterando que las presiones inflacionistas se acabarán equilibrando. El tono en general de las Actas sigue siendo conciliador. El mercado queda a la espera de la actuación del BCE en la próxima reunión del 14 de junio tras los recientes acontecimientos en los países periféricos.

La temporada de resultados en Europa se ha sido señalada principalmente por el impacto negativo de la divisa, debido a que la fortaleza del euro ha perjudicado el crecimiento de los beneficios. La buena noticia vendría por el lado del sentimiento del inversor, que ha reaccionado bien a estas publicaciones, ya que achaca esta debilidad a la divisa y no tanto al deterioro de las cuentas. Los resultados cierran sin crecimiento de las ventas batiendo en estimaciones el 44% de las compañías, y con un crecimiento en beneficios del 2% batiendo en estimaciones el 53% de las compañías.

## ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, en el mes de Mayo los datos macroeconómicos se mantienen en niveles compatibles con crecimiento robusto de la economía. El PIB crece menos de lo esperado, ya que la primera estimación del PIB se publicó en niveles de 2,3%. La inversión es, con diferencia, la partida del PIB que más crece, publicando una subida del 9,2% compensando la desaceleración en el crecimiento del consumo privado que ha pasado de crecer un 4% en el 4T de 2017 a crecer un 1% en el 1T de 2018, aunque esta ralentización no es significativa ya que debería corresponderse a la distintiva debilidad del primer trimestre. El ISM Manufacturero ligeramente peor de lo esperado y que el dato anterior, aunque permanece en niveles elevados. Las ventas minoristas y la producción industrial, que son dos de los principales indicadores económicos de EE.UU. respondieron a las expectativas y se mantienen coherentes con una tendencia de fondo al alza. Destacar el buen dato de la Fed de Nueva York que repunta hacia zona de máximos. El Indicador de Sorpresas Macroeconómicas de Citi en EE.UU. se mantiene en niveles elevados. El dato de inflación repunta una décima al alza, empujado por el precio del petróleo, hasta niveles de 2,5%. El dato de inflación subyacente repite el dato anterior en 2,1%.

El comunicado de la Fed tras la reunión de política monetaria no aportó sorpresas significativas. Powell reconoció que su referencia de inflación se ha acercado al nivel objetivo, pero tiene confianza en que a medio plazo se mantendrá en esos niveles.

Por el lado geopolítico, durante el mes de Mayo Trump desafía a los mercados, participando nuevamente en varios focos de conflicto. Continúa con sus negociaciones arancelarias, amenazas de Corea del Norte de suspender la cumbre entre los dos países que tendrá lugar en junio, se alargan las negociaciones del NAFTA, impone sanciones a Irán y anuncia la ruptura del pacto nuclear, aunque el mercado parece estar pasando por alto estas negociaciones.

En la campaña de resultados americana destaca el alto porcentaje de sorpresas positivas en las publicaciones, a pesar de partir de unas altas expectativas de crecimiento. Los resultados son muy superiores a los europeos por la reforma fiscal y la depreciación del dólar. Los resultados cierran con un crecimiento de las ventas del 8% batiendo en estimaciones el 75% de las compañías, y con un crecimiento en beneficios del 24% batiendo en estimaciones el 82% de las compañías. Y aunque priman los aspectos positivos en los resultados, las compañías no quisieron dejar al margen dos factores de preocupación: la guerra de aranceles y el petróleo.

# Resumen de Mercados

## Mercado Monetario

En EE.UU. se produce un ligero movimiento de subida de tipos en la parte corta de la curva, aunque especialmente marcado en el tramo de 1 mes, donde el mercado podría estar anticipando una nueva subida de tipos en la reunión de junio. En Europa los movimientos más significativos se producen en los tramos más cortos de la curva, especialmente en el tramo del 3 meses.

## Renta Fija

La incertidumbre política en Italia, los rumores sobre una posible petición de condonación de deuda y una inoportuna moción de censura en España, llevan a la deuda periférica a niveles no vistos en bastantes meses y a un repunte de los diferenciales crediticios. La ampliación de las primas de riesgo se moderará, pero es probable que su nueva neutralidad esté por encima de los niveles anteriores. Importante tensionamiento en los bonos italianos, especialmente en los tramos cortos, que en el caso del bono a 2 años llegó a ver niveles de 2,5% en TIR vs -0,40% en el que cotizaba a mediados del mes de Mayo. La TIRes de los bonos alemanes se relajan a lo largo de toda la curva, debido a la huida a la calidad. La renta fija americana este mes pierde el protagonismo que le venía caracterizando a lo largo del año. Los activos de renta fija en los países emergentes están teniendo un mal comportamiento, entre otras cosas porque los emergentes también están sufriendo incrementos en las primas de riesgo acusados por las sanciones a Rusia, los problemas de Venezuela, Argentina y Turquía, ciertas salidas de fondos de estos países y la apreciación del dólar.

## Renta Variable

Divergencia entre plazas, con un mejor comportamiento en EE.UU. que en Europa, por lo que se cierra parte del buen comportamiento que caracterizaba a Europa en los dos últimos meses. El S&P500 cierra el mes con una subida superior al 2%, mientras el EuroStoxx50 sufre caídas del -3,67%, el Ibx del -5,16% y el FTSE MIB del -8,75%. La incertidumbre política lastra las cotizaciones de la bolsa europea en general y en de Italia, de España y del sector financiero. Es probable que la política de recompra de acciones en EE.UU. esté resultando un apoyo fundamental para la bolsa americana.

## Materias Primas

Subida del precio del petróleo por una positiva evolución de la demanda, por el control de la oferta por los acuerdos entre la OPEP y NO-OPEP (próxima reunión de la OPEP el 22 de junio) que han permitido reducir eliminar los inventarios, y por último por las tensiones geopolíticas. Eso si, si Arabia Saudí incrementa producción o si EE.UU. hiciera uso de las reservas estratégicas, esto ayudaría a frenar la escalada de precio del petróleo.

## Divisas

La moderación de los datos europeos y la incertidumbre política en la Zona Euro, han debilitado al euro vs. dólar. También vemos debilidad contra otras divisas como el franco suizo, donde además de lo anterior, podemos tener en cuenta su distintivo de activo refugio en momentos de incertidumbre.

| Renta Variable              |              |        |        | Renta Fija                           |              |        |        |
|-----------------------------|--------------|--------|--------|--------------------------------------|--------------|--------|--------|
|                             |              | Mayo   | 2018   |                                      |              | Mayo   | 2018   |
| RV Large                    |              |        |        | RF Gobierno                          |              |        |        |
| MSCI AC World Local         | Mundial      | 0.54%  | -0.14% | AFI Repo 1 Día                       | Repo         | -0.04% | -0.18% |
| MSCI ACWI USD               | Mundial      | -0.18% | -0.83% | Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr     | Euro Gob 1-3 | -0.61% | -0.65% |
| S&P 500                     | EEUU         | 2.16%  | 1.18%  | Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr | Euro Gob >1  | -0.70% | -0.22% |
| Russell 1000 Value Index    | EEUU Value   | 0.30%  | -2.94% | Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr   | EEUU Gob >1  | 0.71%  | -1.50% |
| Russell 1000 Growth Index   | EEUU Growth  | 4.20%  | 5.63%  | RF Corporativa Investment Grade      |              | Mayo   | 2018   |
| Eurostoxx 50                | Eurozona     | -3.67% | -2.78% | Corporate IG Euro                    | Euro         | -0.26% | -0.62% |
| DJ STOXX 600                | Europa       | -0.59% | -1.57% | Corporate IG USA                     | USA          | 0.58%  | -3.55% |
| IBEX 35 INDEX               | España       | -5.16% | -5.76% | RF Emergentes                        |              | Mayo   | 2018   |
| DAX INDEX                   | Alemania     | -0.06% | -2.42% | JPMorgan EMBI Global                 | Emerg        | -1.08% | -4.27% |
| CAC 40 INDEX                | Francia      | -2.21% | 1.62%  | RF High Yield                        |              | Mayo   | 2018   |
| FTSE 100 INDEX              | Reino Unido  | 2.25%  | -0.12% | High Yield Euro                      | Euro         | -1.26% | -3.15% |
| SWISS MARKET INDEX          | Suiza        | -4.83% | -9.86% | High Yield USA                       | USA          | 0.18%  | -0.09% |
| TOPIX INDEX (TOKYO)         | Japón        | -1.68% | -3.86% | Convertibles                         |              | Mayo   | 2018   |
| RV Emergentes               |              |        |        | Conv. Global                         | Global       | 1.19%  | 1.93%  |
| MSCI Emerging Markets       | Emergentes   | -3.75% | -3.26% | Conv. Europa                         | Emerg        | -0.47% | -2.01% |
| RV Small                    |              |        |        | <b>Gestión Alternativa</b>           |              |        |        |
| Russell 2000 Value Index    | EEUU Small   | 5.95%  | 6.39%  |                                      |              | Mayo   | 2018   |
| MSCI Small Cap Europe       | Europa Small | 0.55%  | 1.49%  | HFRX Global Hedge Fund               | Global       | 0.26%  | -0.66% |
| MSCI Small Cap Japan        | Japón Small  | -0.94% | -1.62% | HFRX Equal Weighted Strategies       | Global       | 0.32%  | -0.90% |
| MSCI Small Pacific Ex Japan | Asia Small   | 0.48%  | -0.86% | <b>Divisas (vs EUR)</b>              |              |        |        |
|                             |              |        |        |                                      |              | Mayo   | 2018   |
| <b>Materias Primas</b>      |              |        |        | USD                                  | EEUU         | 3.28%  | 2.67%  |
| Goldman Sachs Commodity     | Global       | 1.45%  | 8.89%  | JPY                                  | Japón        | 3.78%  | 6.29%  |
| Petroleo [Contado,USD]      | Global       | 3.02%  | 15.43% | GBP                                  | Reino Unido  | -0.22% | 0.95%  |
| GOLD SPOT \$/OZ             | Global       | -1.28% | -0.35% | CHF                                  | Suiza        | 3.81%  | 1.48%  |

# Recomendaciones

| Clase de Activo            | Outlook   | Comentario   |
|----------------------------|---|--|
| <b>Liquidez</b>            |    | Pasamos a neutral la liquidez, ya que consideramos que mantener cash nos puede dar oportunidades buenas de compra. Los activos monetarios en USD se verán perjudicados por el coste de la cobertura  |
| <b>RF Gobierno</b>         |    | Bajas rentabilidades en un entorno volátil, con movimientos importantes en todos los tramos de la curva, aunque especialmente en los plazos más cortos producidos por las expectativas de inflación, el miedo al endurecimiento en las políticas monetarias y la incertidumbre política de los periféricos |
| <b>RF Corporativa IG</b>   |    | Las valoraciones relativas de la renta fija corporativa comienzan a ser exigentes lo que hace que las revalorizaciones de precios vistas en 2017 continúen. El estrechamiento de los spread contra gobiernos hace que pierdan atractivo. El crédito más atractivo seguiría siendo el sect. financiero      |
| <b>RF High Yield</b>       |   | Rendimientos muy por debajo de su media histórica de los últimos 20 años. La rentabilidad en el año fue muy atractiva, pero vino acompañada de una notable reducción de la volatilidad. Un incremento de las volatilidades y/o de las tasas de impago llevarán a mal comportamiento de los activos         |
| <b>RF Emergente</b>        |  | El elevado endeudamiento de los países emergentes y la importante exposición a deuda en USD de muchos de ellos incrementan el riesgo de correcciones en este tipo de activo, tanto por la elevada deuda, por el incremento de sus primas de riesgo como por la reciente apreciación del USD                |
| <b>Gestión Alternativa</b> |  | En un entorno de agotamiento de rentabilidad de la Renta Fija, creemos que las estrategias de retorno absoluto proporcionan una fuente de rentabilidad adicional a las carteras, beneficiándose además de su potencial diversificador  |
| <b>Renta Variable</b>      |  | Recomendamos sobreponderar la renta variable global. Somos optimistas en esta clase de activo, pero debemos ser exigentes en los niveles de compra ya que conviviremos con un escenario de elevada volatilidad   |
| <b>RV Emergente</b>        |  | Alta correlación con el movimiento del USD, debido a que muchos países emergentes tienen un alto porcentaje de su deuda en USD. Habría que ser muy selectivo con el mercado a la hora de realizar inversiones  |
| <b>Materias Primas</b>     |  | En el actual entorno inflacionista creemos que las materias primas serán una buena cobertura ante las posibles subidas de precios  |

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

# Evolución Fondos Welzia

| Fondo                         | Valor Liquidativo | Rentabilidades |        |        |        |        | Volatilidad |          |
|-------------------------------|-------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|-------------|----------|
|                               |                   | Mes            | Año    | 2017   | 2016   | 2015   |             | 2014     |
| Fondo Tesorería               |                   | Mes            | Año    | 2017   | 2016   | 2015   | 2014        | 12 Meses |
| Welzia Corto Plazo            |                   | -0.51%         | -0.42% | 0.26%  | -0.82% | -0.20% | 0.67%       | 0.80%    |
| Fondos gestionados por Riesgo |                   | Mes            | Año    | 2017   | 2016   | 2015   | 2014        | 12 Meses |
| Welzia Ahorro 5               |                   | 0.56%          | -0.48% | 5.02%  | 0.26%  | -2.00% | 3.25%       | 3.33%    |
| Welzia Flexible 10            |                   | 0.51%          | -2.23% | 7.70%  | -2.39% | -2.54% | 3.09%       | 6.20%    |
| Welzia Crecimiento 15         |                   | 0.70%          | -1.29% | 12.94% | 1.15%  | -0.16% | 4.06%       | 8.64%    |
| Fondos Temáticos              |                   | Mes            | Año    | 2017   | 2016   | 2015   | 2014        | 12 Meses |
| Welzia Banks                  |                   | -4.11%         | -5.06% | 11.29% | -4.21% | 6.35%  | 6.13%       | 11.43%   |
| Welzia Global Opportunities   |                   | 3.75%          | -0.15% | 7.45%  | 7.06%  | -0.15% | 10.47%      | 11.44%   |
| Welzia Global Flexible        |                   | 1.86%          | 0.32%  | 3.21%  | -      | -      | -           | -        |

Datos a 31 may 2018

**Welzia Corto Plazo** mantiene la cartera de bonos de corto plazo, con la duración cubierta en un porcentaje que va variando acorde a las circunstancias del mercado.

**Welzia Ahorro 5** se ha apoyado en pequeñas empresas europeas y en empresas tecnológicas, habiendo reducido su exposición a la renta variable a niveles del 20%. También ha reducido riesgo recortando la exposición a la renta fija de alto cupón.

**Welzia Flexible 10** ha tenido un buen comportamiento en el mes gracias a sus inversiones en compañías europeas. Señalar la contribución positiva de empresas del sector del lujo de Europa.

**Welzia Crecimiento 15** se ha visto lastrado respecto a su índice de referencia (MSCI ACWI con divisa cubierta) debido al mal comportamiento de algunos de los fondos que lo componen y por la devaluación de divisas de algunos países emergentes.

**Welzia Global Opportunities** se revalorizaba un 3.34%, muy por encima de su índice de referencia, gracias a la infra ponderación global al sector financiero, el cual ha sido castigado.

**Welzia Banks** se ha comportado ligeramente peor que el índice global de bancos, los cuales se han visto perjudicados durante la segunda mitad del mes. Especialmente los bancos europeos, arrastrados por su exposición a la deuda italiana. Comentar también, que los bancos con servicios financieros bursátiles no han sufrido tanto. No ha habido cambios significativos en la distribución de las inversiones de la cartera.

**Welzia Global Flexible** continúa realizando inversiones de retorno absoluto, a la vista de la volatilidad existente en los mercados, intentando incurrir en niveles de riesgo controlados.

# Evolución SICAVS Welzia

| Sicav   | Valor | Rentabilidades |          |        |        |        |        |        |          |                |
|---------|-------|----------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------------|
|         |       | Volatilidad    | 12 Meses | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2 Años | 12 Meses | Acumulado 2018 |
| Sicav 1 | 13.10 | 0.47%          | -0.15%   | 4.34%  | 20.09% | 11.62% | 1.38%  | 9.28%  | 3.99%    | 9.73%          |
| Sicav 2 | 12.44 | 1.17%          | 0.26%    | 5.31%  | 22.30% | 11.82% | 2.80%  | 5.22%  | 5.32%    | 10.57%         |
| Sicav 3 | 4.91  | -0.72%         | -1.14%   | 1.70%  | 13.81% | 7.24%  | 3.42%  | 3.83%  | 3.74%    | 7.23%          |
| Sicav 4 | 6.61  | -2.88%         | -3.08%   | 0.79%  | 14.86% | 11.61% | 5.26%  | 4.16%  | -        | 2.91%          |
| Sicav 5 | 9.92  | 0.48%          | -1.41%   | 1.16%  | 3.62%  | 5.67%  | -0.44% | 0.93%  | 5.32%    | 3.28%          |
| Sicav 6 | 20.58 | 4.41%          | 5.26%    | 7.81%  | 31.66% | 10.11% | 6.14%  | -1.97% | 9.19%    | 12.48%         |
| Sicav 7 | 10.74 | 0.39%          | 0.61%    | 4.00%  | 19.74% | 11.63% | -1.85% | -      | -        | 5.89%          |
| Sicav 8 | 4.82  | -2.23%         | -3.13%   | -8.54% | 0.44%  | -0.16% | -0.97% | -      | -        | -              |
| Sicav 9 | 5.83  | 3.02%          | -0.62%   | -2.05% | 0.10%  | -1.75% | 3.44%  | 5.84%  | -        | -              |

Datos a 31 may 2018

# Tema del Mes:

## Los Bancos Centrales: ¿De dónde vienen? y ¿A dónde van?

### Política Monetaria convencional y Política Monetaria NO convencional

Durante años el objetivo de los Bancos Centrales era el mantenimiento de la estabilidad de precios, o sea, mantener a medio plazo las tasas de inflación por debajo de unos niveles establecidos.

La política monetaria influye en la economía, ya que el banco central es el único emisor de billetes y el único proveedor de reservas bancarias, es decir, es el monopolista de la oferta de la base monetaria, y por lo tanto, controla la cantidad de dinero en circulación. En virtud de este monopolio, el banco central puede influir en las condiciones del mercado monetario y controlar los tipos de interés a corto plazo y así incidir en el ritmo de crecimiento de la economía.

### Medidas de Política Monetaria Convencional

Para lograr el objetivo de estabilidad de precios y de crecimiento saludable de la economía, los bancos centrales cuentan con una serie de políticas monetarias:

- La principal herramienta es el **tipo de intervención**, es el coste del dinero, y es la medida más usada.
- Las **operaciones de mercado abierto**, mediante las cuales inyecta una cantidad de dinero a las entidades de crédito a cambio de la entrega de un activo financiero como garantía, el tipo de interés de referencia en estas operaciones sería más conocido como repo.
- Las **facilidades permanentes**, con las que la autoridad monetaria proporciona o absorbe liquidez a un día del sistema, ya que por un lado puede prestar liquidez a un día a las entidades de crédito o por otro lado permite constituir depósitos a un día.
- El **coeficiente de caja**, que son las reservas mínimas que las entidades de crédito deben depositar en una cuenta del banco central, con ello el banco central subiendo o bajando dicho porcentaje de reservas puede controlar la liquidez del sistema financiero.

En el año 2007 se inicia la ya conocida como “La Gran Crisis Financiera”, y ¿Cuál era la situación de los Bancos Centrales en ese momento?

- En el caso del Banco Central Europeo en el año 2008 cuando se percibían síntomas de crisis financiera, Jean Claude Trichet, el por aquel entonces presidente del Banco Central Europeo, subió los tipos hasta el 4,25% el nivel más alto desde 2001.
- Muy diferente fue la actuación en la Fed, ya que Ben Bernanke paró las subidas de tipos de interés en junio del 2006, donde tenía los tipos en 5,25%.
- El Banco de Inglaterra subió tipos por última vez antes de la crisis financiera en Julio de 2007 hasta el 5,75% el nivel más alto desde 2001.
- El Banco de Japón subió tipos al 0,50% por última vez en febrero de 2007.

La crisis financiera se desató debido al colapso de la burbuja inmobiliaria, el alto grado de apalancamiento de las familias tuvo consecuencias en el sistema financiero, lo que causó una profunda crisis de liquidez, la crisis de las subprime.

En este momento y de forma progresiva los bancos centrales comenzaron a dar uso de sus políticas monetarias convencionales para incrementar la liquidez en la economía e intentar paliar los tremendos efectos de esta crisis financiera que se llevó por delante más de una entidad de crédito.

## Medidas de Política Monetaria NO Convencional

La estabilidad de precios justifica una reducción del tipo de interés oficial al 0%, pero cuando alcanzamos este nivel, ¿qué más le quedaba a los bancos centrales para asegurar dicha estabilidad?

En este momento es cuando surgen las medidas NO Convencionales, en este caso y en función de los problemas de cada zona geográfica los bancos centrales fueron desarrollando estas nuevas medidas.

- El **Forward Guidance**, es una de las más laxas y de las más recurrentes, ya que a través de las comunicaciones oficiales tratan de influir en las expectativas de los mercados financieros.
- Operaciones de **inyección ilimitada de liquidez**. Aquí podríamos encasillar el **QE** americano y japonés y **LTRO y TLTRO** del BCE.
- **Ampliación de la lista de activos financieros aceptados como garantía** en las subastas de liquidez, política usada por el BCE que poco a poco fue ampliando las garantías, con compras de bonos del sector público (**PSPP**) y con compras de bonos del sector privado (**CSPP**).

## ¿En qué punto estamos?

Las situación económica de cada país ha permitido relajar las políticas monetarias a un ritmo divergente. Es más, podríamos decir que la aplicación de la política monetaria de un banco central tenía impacto adverso en otras zonas geográficas, en su divisa y en su economía, lo cual dificulta el proceso de retirada de estímulos.

## ¿Cómo y cuándo se empezaron a retirar estímulos?

La situación económica americana permitió que la *Reserva Federal* comenzara a drenar liquidez mucho antes que otras zonas geográficas. En el año 2014 se anunció la retirada del QE, en diciembre de 2015 hace la primera subida de tipos, a día de hoy ha subido 6 veces adicionales tipos poniendo el tipo de referencia en el 1,75%, y por último, en septiembre de 2017 anunció que empezaría a reducir el tamaño de su balance.

En Europa la fortaleza del Euro y la baja inflación, no ayudaron a que Draghi tuviera facilidad para retirar liquidez del sistema, por lo que en este punto *el BCE* mantiene aún un gran apalancamiento de su balance, ya que a día de hoy aún mantiene su programa de recompra de activos. Aunque en enero de 2018 redujo el ritmo de compras de 60.000 mln de euros a 30.000.

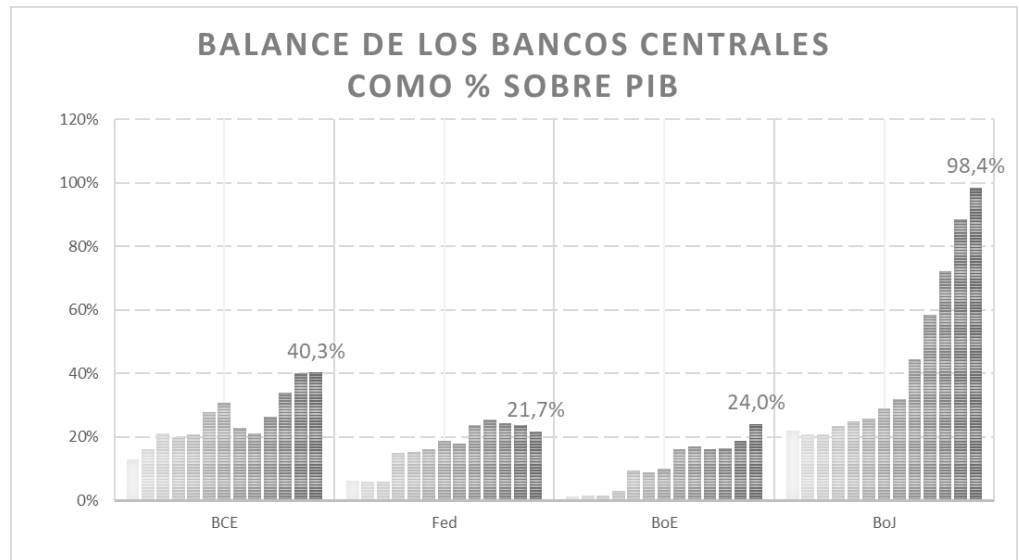
El *Banco de Inglaterra* subió tipos por primera vez en Marzo de 2017 debido a que la inflación excedía de su objetivo. Actualmente sitúa su tipo de referencia en el 0,50% con una segunda subida. A pesar de subir tipos el Banco de Inglaterra mantiene sus medidas no convencionales, comprando 10.000 mln de libras de deuda al mes y también con la compra de bonos soberanos.

El *Banco de Japón* mantiene congelado el tipo de interés de referencia en -0,10% y conserva aún su política de compra de bonos con el objetivo de limitar la rentabilidad de la deuda japonesa a 10 años en torno al 0%.

## ¿Cómo afecta esto a los balances de los Bancos Centrales?

Si observamos el gráfico, veremos como la Fed ha empezado a reducir el tamaño de su balance sobre el PIB de EE.UU., el BCE lo sigue aumentando aunque el ritmo ha disminuido, y tanto el Banco de Inglaterra como el Banco de Japón siguen incrementando sus balances a un ritmo importante sobre su PIB, especialmente este último, ya que el Banco de Japón ha alcanzado un tamaño como porcentaje de su PIB cercano al 100%.





Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

### ¿Qué esperar de los Bancos Centrales?

Estamos en un entorno donde más pronto o más tarde los Bancos Centrales irán retirando estímulos en la medida que la economía les permita hacerlo. La cuestión es ¿cómo lo harán?

Esta semana será una semana relevante para la política monetaria mundial, ya que tenemos intervenciones de varios banqueros centrales. Concretamente el *13 de junio* anunciará sus tipos de referencia la Fed, donde el mercado espera una subida adicional de 0,25%, el *14 de junio* hablará el BCE y será importante el discurso y su forward guidance, y el *15 de junio* será el turno del BoJ.

### ¿Qué podemos esperar de la Fed?

En EE.UU. el nivel de inflación está rondando los niveles marcados como objetivo por la Reserva Federal. La actuación de la Fed dependerá de la importancia que de a la inflación, que a su vez dependerá si cree que los datos de inflación vistos en los últimos son estructurales o temporales.

En la próxima reunión, que se celebrará el miércoles 13 de junio, el mercado estaría descontando una subida adicional de 0,25%, la que sería la octava subida de tipos desde que se inició el ciclo y la segunda subida de tipos de la era Powell.

Por el momento, el mercado parece descontar una subida adicional más, aunque no se descarta que el año pueda acabar con cuatro subidas y no con tres.

### ¿Qué podemos esperar del BCE?

En Europa la situación se ha complicado ligeramente, el ruido político es posible que afecte a las decisiones del BCE. Esto es algo que veremos en la reunión que se celebrará este jueves día 14 de junio, donde será importante estar atento al mensaje sobre la economía europea, sobre los periféricos y sobre la gestión de su programa de recompra de activos.

A inicios de año el mercado descontaba que el programa se eliminaría en el tercer trimestre de 2018. Cada vez son más las voces que señalan que el fin del programa de compras netas se produzca en diciembre de 2018 e incluso manteniendo la reinversión de los vencimientos.

Las expectativas de subidas de tipos se irán moviendo en función de cuando se retire el programa de compras, ya que el mensaje del BCE indica un amplio periodo temporal desde el fin del programa de

compras y el inicio del ciclo de subidas. Pero ¿será factible? La estimación de la inflación de Mayo en la Eurozona ha sido del 1,9% cercana al objetivo del 2%. De ahí, la importancia de la reunión del próximo jueves, donde Draghi tiene un papel complicado.

### **¿Qué podemos esperar del BoJ?**











Parece que los estímulos monetarios podrían continuar en el tiempo, ya que el BoJ incluso ha eliminado de su mensaje el horizonte temporal para llegar al objetivo del 2% de inflación, después de haberlo retrasado en seis ocasiones.






### **¿Qué podemos esperar del BoE?**










El Banco de Inglaterra mantiene previsiones de crecimiento para todo el año, aunque por el momento no se ha visto aumento de actividad, ya que el primer trimestre del año ha sufrido un menor crecimiento por causas climatológicas.





Carney sugiere subida de tipos en el segundo semestre del año y el mercado descuenta que la subida podría producirse en el último trimestre de 2018.










# Indicadores MACRO





|   |                 | PIB (YoY %)*         |       |       |       |      |      |      |          |
|---|-----------------|----------------------|-------|-------|-------|------|------|------|----------|
|   |                 | DESARROLLADOS        |       |       |       |      |      |      |          |
|   |                 | Último* <sub>2</sub> | 2012  | 2013  | 2014  | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 (E) |
|  | Agregado Global | 1.72                 | 2.19  | 2.08  | 2.44  | 2.80 | 2.90 | 3.60 | 3.80     |
|  | Estados Unidos  | 2.30                 | 2.20  | 1.90  | 2.40  | 2.40 | 1.60 | 2.30 | 2.80     |
|  | Union Europea   | 2.50                 | -0.50 | -0.40 | 0.90  | 1.50 | 1.70 | 2.50 | 2.30     |
|  | Japón           | 1.10                 | 2.00  | 1.70  | 0.20  | 0.60 | 1.00 | 1.60 | 1.20     |
|  | Reino Unido     | 1.20                 | 0.00  | 1.80  | 2.60  | 2.20 | 2.00 | 1.70 | 1.40     |
|  | Suiza           | 2.40                 | 0.90  | 1.90  | 1.90  | 0.80 | 1.40 | 1.00 | 2.10     |
|  | Alemania        | 2.30                 | 0.90  | 0.50  | 1.60  | 1.50 | 1.85 | 2.50 | 2.30     |
|  | Francia         | 2.20                 | 0.00  | 0.30  | 0.40  | 1.10 | 1.10 | 1.90 | 2.00     |
|  | Italia          | 1.40                 | -2.20 | -1.90 | -0.40 | 0.70 | 0.90 | 1.50 | 1.40     |
|  | España          | 3.00                 | -1.40 | -1.25 | 1.30  | 3.20 | 3.20 | 3.10 | 2.70     |

|   |                 | EMERGENTES           |      |      |      |       |       |      |          |
|---|-----------------|----------------------|------|------|------|-------|-------|------|----------|
|   |                 | Último* <sub>2</sub> | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017 | 2018 (E) |
|  | Agregado Emerg. | 5.51                 | 5.40 | 5.10 | 4.70 | 3.99  | 3.74  | 4.57 | 5.01     |
|  | Brasil          | 1.21                 | 1.00 | 2.20 | 0.05 | -3.70 | -3.50 | 1.00 | 2.50     |
|  | Rusia           | 1.30                 | 3.40 | 1.30 | 0.50 | -3.70 | -0.50 | 1.50 | 1.80     |
|  | India           | 5.30                 | 5.30 | 5.10 | 4.70 | 7.35  | 7.50  | 6.30 | 6.60     |
|  | China           | 6.80                 | 7.80 | 7.70 | 7.40 | 6.90  | 6.70  | 6.90 | 6.50     |

|   |                | IPC (YoY %)*  |       |       |       |       |       |      |          |
|---|----------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----------|
|   |                | DESARROLLADOS |       |       |       |       |       |      |          |
|   |                | Último        | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 | 2018 (E) |
|  | Estados Unidos | 2.50          | 2.10  | 1.50  | 1.60  | 0.10  | 1.30  | 2.10 | 2.50     |
|  | Union Europea  | 1.55          | 2.50  | 1.40  | 0.40  | 0.00  | 0.20  | 1.50 | 1.50     |
|  | Japón          | 0.60          | 0.00  | 0.40  | 2.70  | 0.80  | -0.10 | 0.50 | 1.00     |
|  | Reino Unido    | 2.40          | 2.80  | 2.60  | 1.50  | 0.00  | 0.70  | 2.70 | 2.50     |
|  | Suiza          | 1.00          | -0.60 | -0.20 | 0.00  | -1.10 | -0.40 | 0.50 | 0.80     |
|  | Alemania       | 2.20          | 2.10  | 1.60  | 0.80  | 0.10  | 0.45  | 1.70 | 1.65     |
|  | Francia        | 2.00          | 2.20  | 1.00  | 0.60  | 0.10  | 0.25  | 1.20 | 1.60     |
|  | Italia         | 0.40          | 3.30  | 1.30  | 0.20  | 0.10  | -0.10 | 1.30 | 1.20     |
|  | España         | 2.00          | 2.50  | 1.50  | -0.10 | -0.60 | -0.40 | 2.00 | 1.50     |

|   |        | EMERGENTES |      |      |      |       |      |      |          |
|---|--------|------------|------|------|------|-------|------|------|----------|
|   |        | Último     | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016 | 2017 | 2018 (E) |
|  | Brasil | 2.76       | 5.40 | 6.20 | 6.30 | 9.00  | 8.75 | 3.40 | 3.32     |
|  | Rusia  | 2.40       | 5.10 | 6.80 | 7.80 | 15.60 | 7.10 | 3.70 | 2.90     |
|  | India  | 3.97       | 7.50 | 6.10 | 7.20 | 6.15  | 4.90 | 4.50 | 3.70     |
|  | China  | 1.80       | 2.60 | 2.60 | 2.00 | 1.40  | 2.00 | 1.60 | 2.20     |

|   |                | Deuda % PIB   |        |        |        |        | Déficit Público (% PIB) |          |
|---|----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|-------------------------|----------|
|   |                | DESARROLLADOS |        |        |        |        |                         |          |
|   |                | 2012          | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2016                    | 2017 (E) |
|  | Estados Unidos | 70.00         | 71.80  | 74.40  | 73.60  | 73.80  | -3.2                    |          |
|  | Union Europea  | 89.50         | 91.30  | 92.00  | 90.40  |        | -1.9                    | -1.7     |
|  | Japón          | 219.10        | 226.10 | 231.90 | 230.00 | 234.70 | -5.4                    | -5.5     |
|  | Reino Unido    | 88.70         | 91.10  | 88.10  | 89.00  | 92.20  | -3.6                    | -3.3     |
|  | Suiza          | 52.40         | 33.80  | 34.70  | 34.40  | 34.10  | -0.3                    | 0.0      |
|  | Alemania       | 81.00         | 79.90  | 74.30  | 71.20  | 69.00  | 0.5                     | 0.3      |
|  | Francia        | 90.30         | 93.40  | 95.50  | 96.20  | 96.50  | -3.3                    | -3.1     |
|  | Italia         | 126.90        | 133.00 | 132.00 | 132.80 | 132.50 | -2.6                    | -2.4     |
|  | España         | 84.10         | 93.70  | 97.70  | 99.20  | 99.60  | -4.6                    | -3.6     |

|   |        | EMERGENTES |       |       |       |       |      |
|---|--------|------------|-------|-------|-------|-------|------|
|   |        | 2012       | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |      |
|  | Brasil | 58.80      | 59.20 | 58.90 | 66.50 | 75.40 | -9.2 |
|  | Rusia  | 7.70       | 7.90  | 13.40 | 9.40  | 13.70 | -3.7 |
|  | India  | 51.70      | 51.80 | 51.70 | 52.40 | 52.30 | -4.6 |
|  | China  | 31.70      | 22.40 | 14.90 | 15.30 | 20.10 | -3.0 |

\*Tasa media anual

\*<sub>2</sub>QoQ anualizado

# Indicadores MERCADOS

|  |               | BOLSAS EUROPA |        |        |         |         |        |           |           |
|--|---------------|---------------|--------|--------|---------|---------|--------|-----------|-----------|
|  |               | Valor         | YTD    | 1 Mes  | 3 Meses | 6 Meses | 1Y     | 3Y (ann.) | 5Y (ann.) |
|  | Euro Stoxx 50 | 3474.79       | 1.72%  | -1.45% | 5.26%   | -0.15%  | 1.18%  | 3.28%     | 8.77%     |
|  | FTSE 100      | 7705.97       | 2.38%  | 2.47%  | 9.07%   | 7.61%   | 7.32%  | 8.45%     | 7.77%     |
|  | SWISS MKT     | 8575.26       | -5.54% | -4.35% | 0.23%   | -4.41%  | -0.05% | 1.41%     | 5.32%     |
|  | DAX           | 12854.16      | -0.49% | -0.73% | 4.97%   | -1.46%  | 1.43%  | 4.69%     | 9.26%     |
|  | CAC 40        | 5481.86       | 5.60%  | 0.44%  | 8.09%   | 4.33%   | 7.32%  | 7.15%     | 10.70%    |
|  | FTSE MIB      | 21892.34      | 2.10%  | -9.67% | -0.98%  | -0.64%  | 8.54%  | 1.84%     | 8.92%     |
|  | IBEX 35       | 9873.10       | -0.27% | -2.55% | 3.91%   | -1.96%  | -5.82% | 0.00%     | 7.97%     |

|  |        |        |       |        |       |       |       |       |       |
|--|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  | Value  | 118.48 | 0.11% | -2.07% | 3.81% | 0.98% | 1.99% | 1.91% | 7.87% |
|  | Growth | 137.06 | 2.97% | 1.96%  | 7.81% | 3.65% | 3.12% | 4.01% | 9.40% |

|  |       |         |       |        |       |        |        |        |        |
|--|-------|---------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
|  | Large | 3474.79 | 1.72% | -1.45% | 5.26% | -0.15% | 1.18%  | 3.28%  | 8.77%  |
|  | Small | 489.53  | 4.53% | 1.30%  | 5.98% | 7.63%  | 11.46% | 11.26% | 15.00% |

|  |           | BOLSAS ESTADOS UNIDOS |        |       |         |         |        |           |           |
|--|-----------|-----------------------|--------|-------|---------|---------|--------|-----------|-----------|
|  |           | Valor                 | YTD    | 1 Mes | 3 Meses | 6 Meses | 1Y     | 3Y (ann.) | 5Y (ann.) |
|  | S&P 500   | 2772.35               | 4.59%  | 3.99% | 2.19%   | 6.14%   | 16.18% | 12.10%    | 13.33%    |
|  | DOW JONES | 25146.39              | 2.80%  | 3.66% | 1.99%   | 5.02%   | 21.51% | 14.90%    | 13.25%    |
|  | NASDAQ    | 7210.08               | 13.28% | 5.87% | 4.35%   | 14.75%  | 23.99% | 18.57%    | 20.71%    |

|  |        |         |        |       |       |        |        |        |        |
|--|--------|---------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
|  | Value  | 1102.31 | -1.08% | 2.52% | 0.21% | 0.68%  | 10.15% | 8.69%  | 10.28% |
|  | Growth | 1675.82 | 9.97%  | 5.27% | 3.92% | 11.23% | 21.80% | 14.91% | 15.97% |

|  |       |         |       |       |       |        |        |        |        |
|--|-------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
|  | Large | 2772.35 | 4.59% | 3.99% | 2.19% | 6.14%  | 16.18% | 12.10% | 13.33% |
|  | Small | 1675.95 | 9.69% | 6.26% | 6.79% | 10.92% | 21.53% | 11.45% | 12.67% |

|  |                  | JAPÓN Y BOLSAS EMERGENTES |        |        |         |         |        |           |           |
|--|------------------|---------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|-----------|-----------|
|  |                  | Valor                     | YTD    | 1 Mes  | 3 Meses | 6 Meses | 1Y     | 3Y (ann.) | 5Y (ann.) |
|  | Nikkei 225       | 22823.26                  | 1.13%  | 1.58%  | 8.25%   | 2.49%   | 16.41% | 5.66%     | 14.14%    |
|  | IBOVESPA         | 76117.23                  | -0.37% | -7.98% | -10.96% | 5.01%   | 20.49% | 12.81%    | 8.07%     |
|  | MOEX             | 2321.70                   | 10.60% | 1.45%  | 1.79%   | 11.64%  | 31.54% | 17.61%    | 16.45%    |
|  | NIFTY            | 10788.20                  | 3.07%  | 0.89%  | 6.68%   | 6.76%   | 13.14% | 11.42%    | 14.51%    |
|  | CSI 300          | 3831.01                   | -4.50% | 0.30%  | -4.65%  | -3.06%  | 10.77% | -8.03%    | 11.44%    |
|  | HANG SENG        | 31512.63                  | 6.77%  | 5.98%  | 5.52%   | 12.86%  | 26.27% | 8.93%     | 11.87%    |
|  | MSCI Emerging M. | 1150.17                   | 0.08%  | 1.22%  | -2.69%  | 5.67%   | 16.25% | 8.30%     | 6.04%     |

|  |        | DIVISAS |        |        |         |         |        |           |           |
|--|--------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|-----------|-----------|
|  |        | Valor   | YTD    | 1 Mes  | 3 Meses | 6 Meses | 1Y     | 3Y (ann.) | 5Y (ann.) |
|  | EURUSD | 1.18    | -1.52% | -0.84% | -4.75%  | 0.42%   | 5.02%  | 6.36%     | -10.57%   |
|  | EURGBP | 0.88    | 1.08%  | 0.13%  | 1.69%   | -0.51%  | -1.09% | -17.07%   | -3.26%    |
|  | USDJPY | 109.94  | 2.50%  | -0.77% | -3.52%  | 2.87%   | -0.11% | 14.24%    | -11.26%   |
|  | USDCNY | 6.39    | 1.78%  | -0.41% | -1.06%  | 3.48%   | 6.11%  | -2.99%    | -4.06%    |

|  |                    | BONOS  |        |        |         |         |        |           |           |
|--|--------------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|-----------|-----------|
|  |                    | Valor  | YTD    | 1 Mes  | 3 Meses | 6 Meses | 1Y     | 3Y (ann.) | 5Y (ann.) |
|  | Euro - Bund, 10YR  | 159.53 | 0.35%  | 0.19%  | 1.79%   | -0.88%  | 0.25%  | 13.06%    | 28.33%    |
|  | Euro - Buxl, 30 YR | 171.56 | 1.90%  | 0.56%  | 3.11%   | -0.44%  | 1.44%  | 13.74%    | 36.66%    |
|  | US Treasury, 5YR   | 113.44 | -2.11% | -0.07% | -0.49%  | -2.26%  | -3.39% | -1.02%    | 1.63%     |
|  | US Treasury, 10YR  | 119.52 | -3.18% | -0.14% | -0.43%  | -3.37%  | -4.76% | -0.27%    | 2.49%     |
|  | US Treasury, 30YR  | 142.94 | -5.96% | -0.44% | -0.13%  | -5.88%  | -5.50% | 5.71%     | 9.30%     |

|  |                       | TIPOS |         |         |         |          |
|--|-----------------------|-------|---------|---------|---------|----------|
|  |                       | Valor | Hace 1M | Hace 3M | Hace 6M | Hace 12M |
|  | Euro Govt 10YR Yield  | 0.50  | 0.54    | 0.64    | 0.32    | 0.29     |
|  | US Govt 10YR Yield    | 2.99  | 2.95    | 2.88    | 2.35    | 2.18     |
|  | UK Govt 10YR Yield    | 1.41  | 1.40    | 1.50    | 1.26    | 1.04     |
|  | Japan Govt 10YR Yield | 0.06  | 0.05    | 0.04    | 0.05    | 0.05     |

# Análisis Técnico



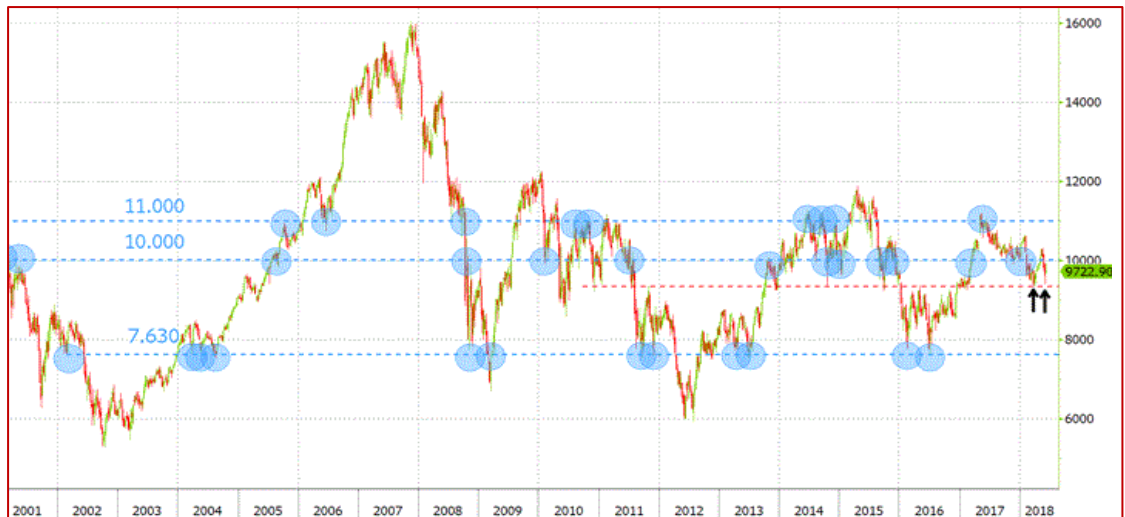
## EuroStoxx 50. Escala semanal



Tras alcanzar el objetivo de nuestro anterior informe, situado en la zona de 3600 puntos, el índice europeo sufrió una caída importante en pocas semanas. Este movimiento respetó en cierre semanal la zona de 3425 puntos, techo del rectángulo comentado en el informe de abril. Este rebote sobre el techo abre la posibilidad de un “throw-back” que posibilite nuevas subidas en las próximas semanas. En caso contrario, de perder este nivel, debemos vigilar el soporte de 3300 puntos en el corto plazo.



## Ibex 35. Escala semanal



Por tercer mes consecutivo debemos hablar en el Ibex 35 sobre el soporte presentado en el gráfico mediante una línea roja (zona de 9350 puntos). Tras una primera reacción importante sobre el soporte, veíamos en las últimas semanas como el selectivo español se desplomaba de nuevos hasta este nivel. En el corto plazo debemos seguir controlando este nivel, cuya pérdida abriría muy probablemente un riesgo bajista de relevancia. Por el contrario, en caso de tomar valor, podríamos encontrarnos ante una figura de doble suelo, señalado con dos flechas negras con importante objetivo alcista.



**S&P 500. Escala semanal**



La tendencia del índice de referencia americano continúa intacta. En las últimas semanas la cotización se aproximó de nuevo a la directriz acelerada comentada en los últimos informes. En el medio plazo, continuamos viendo una importante tendencia alcista en el S&P50, con la directriz como soporte más claro.



**EUR/USD. Escala semanal**



Durante las últimas semanas se ha producido el movimiento del que llevamos meses hablando en el par Euro-Dólar. La situación respecto al canal bajista con orígenes en 2008, próxima a su banda superior, nos hacía pensar en la posibilidad de un movimiento importante en favor de la divisa norteamericana. Marcábamos como primer objetivo la zona de 1.20, en torno a la cual nos encontramos actualmente, tras superarla con relativa facilidad. En las próximas semanas resultará relevante qué ocurre con este nivel, una vuelta a él sin superarlo (pull back), ofrecería oportunidades de compra de dólar para el medio plazo.

### **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 SGIC 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 SGIC S.A., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Welzia Management SGIC 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 SGIC 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 SGIC 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 SGIC S.A. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.*