



Informe Mensual

Junio 2019

Durante el mes de mayo, los mercados de renta variable han hecho bueno el dicho de *“sell in May...and go away”* con fuertes movimientos de caídas en las principales plazas bursátiles de la mano de unos peores datos macro y de la ruptura parcial de las negociaciones entre Estados Unidos y China. Este mes en particular, las caídas bursátiles han venido acompañadas de fuertes subidas en los bonos de tesoro americano, con un fuerte aplanamiento de la curva, que vuelve a estar invertida, y con unas expectativas de bajadas de tipos que poco a poco van filtrando en el mercado; aunque no afectan aún a los cruces de divisas, donde el dólar sigue manteniéndose fuerte frente a la mayoría de las monedas, incluido el euro.

TEMARIO

Entorno Macroeconómico

Resumen de Mercados

Recomendaciones

Evolución Fondos Welzia

Evolución SICAVS Welzia

Tema del Mes:

Reflexiones sobre la salida a bolsa de UBER

Indicadores MACRO

Indicadores MERCADO

Análisis Técnico

Disclaimer



Entorno Macroeconómico

EUROPA

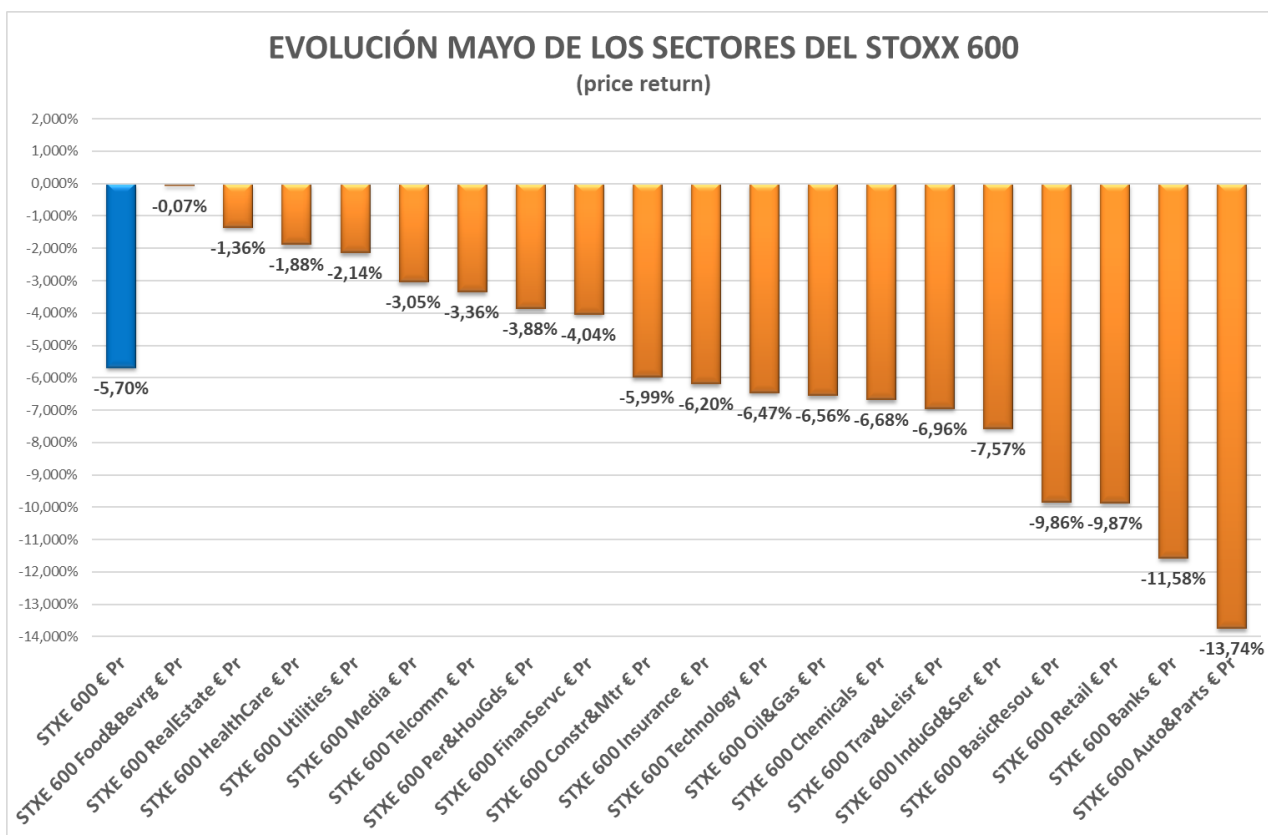
Seguimos con una evolución pobre en cuanto a la situación económica europea, con debilidad en casi todos los sectores, principalmente el manufacturero, donde los datos de PMI de manufacturas siguieron en terreno contractivo, en 47.7 (vs 47.9 del mes anterior). La parte positiva de la ecuación es que Trump ha otorgado seis meses más para negociar los acuerdos comerciales, y hemos estado menos en el foco que China en estas últimas semanas.

La propia Comisión Europea (al igual que la OCDE) rebajó el crecimiento global para la zona euro al 1.2%, destacando la bajada de estimaciones de seis décimas para el crecimiento de Alemania, que se espera que crezca en torno al 0.50%. Hay que destacar, que el crecimiento para Italia se espera en el 0.1% (una décima menos que la estimación anterior) y sobre todo llama la atención la cifra de déficit público, que la estiman en el 3.5% para 2020. Esto genera de nuevo fricción entre el gobierno transalpino y Bruselas, en el que se baraja incluso la imposición de multas a Italia por no cumplir con los compromisos de déficit acordados previamente. Esto se refleja en ampliaciones de la prima de riesgo italiana.

Otra noticia importante que conocimos a finales de mayo fue la dimisión de Theresa May, que dejará su cargo el próximo 7 de junio. Después de un último intento de negociación en el Parlamento, en el que incluso se barajó la posibilidad de un segundo referéndum (previa votación en el congreso); la Primera Ministra británica no puede más y cede su puesto a aquella persona que designe el partido conservador, en el que Boris Johnson podría ser uno de los candidatos a sucederla. El problema de su sucesión, son los plazos de los posibles acuerdos a realizar, ya que tendría que enfrentarse en pocos meses a la fecha acordada con la Unión Europea (y anteriormente ya postpuesta) del 31 de octubre. Preveamos difícil que se llegue a una solución en tan breve tiempo con un parlamento y una sociedad tan dividida en torno al Brexit.

Las dudas sobre el crecimiento económico y la guerra comercial tienen un impacto claro en la evolución sectorial de las acciones europeas. Se observa un movimiento defensivo muy marcado, con pequeñas caídas en sectores que actúan como refugio (alimentación y bebidas, salud, utilities, real estate) y fuertes caídas en secto-

res cíclicos y relacionados con el comercio mundial (autos, bancos, consumo discrecional, materiales básicos, industriales, etc.) como puede observarse por el gráfico inferior.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

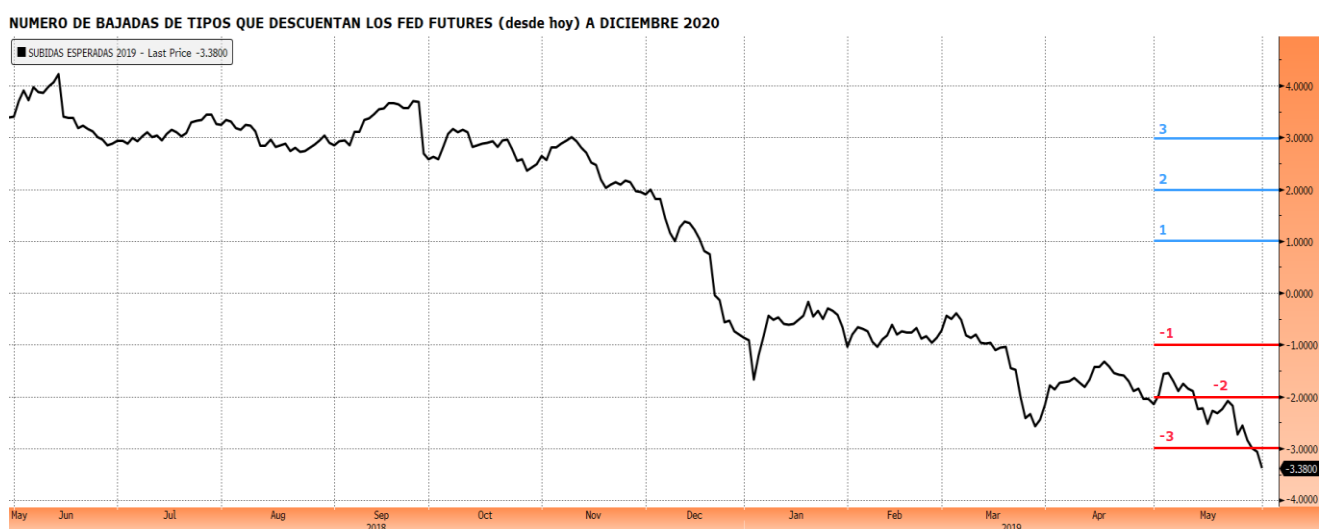
ESTADOS UNIDOS

Los datos macro que hemos conocido en Estados Unidos en este mes de mayo, no han sido buenos, es verdad, que el dato del PIB del primer trimestre invita a pensar en una economía creciendo por encima del potencial, con ese 3.2% de crecimiento (que se revisó a la baja en mayo hasta el 3.1%). Sin embargo, los datos de producción y manufacturas siguen empeorando. El ISM de manufacturas salió en 52.8 frente a los 55.3 del mes de abril y comparativamente peor con los datos cercanos a 60 que tuvimos durante buena parte de 2018. Confirmando esta tendencia, los datos de PMI manufacturero salieron en 50.6 muy lejos de los 52.6 del mes de abril y de los 55 y 56 que observábamos en 2018. Los datos de empleo siguen siendo sólidos, muy sólidos, con creación de 264.000 empleos no agrícolas en abril y con subidas en ingresos y salarios, pero chocan con unos malos datos de retail sales que caían un -0.2% en el mes y un incremento de inventarios al por mayor del 0.70%.

Todo ello ocurre mientras el presidente americano zanja por ahora las negociaciones con China (“They broke the deal”) aduciendo que el gigante asiático había querido renegociar términos que ya estaban negociados. Tras este desplante, Trump ordena subir todos los aranceles para todos los productos y en el proceso, también se pone en el foco a Huawei, con la que las empresas americanas no podrían tener negocios. Esto pone el foco en las compañías de tecnología, que sufren fuertes caídas y que temen que China pueda tomar contramedidas contra ellas también.

Durante este período, hemos escuchado al presidente de la Reserva Federal y hemos revisado las actas de la última reunión de la FED. En ambos casos, el mensaje que se refleja es que la economía continúa en un camino saludable, con un crecimiento ligeramente por encima del potencial, con unas menores presiones inflacionistas fruto de presiones transitorias, y que por tanto, no ven motivos para moverse en una u en otra dirección.

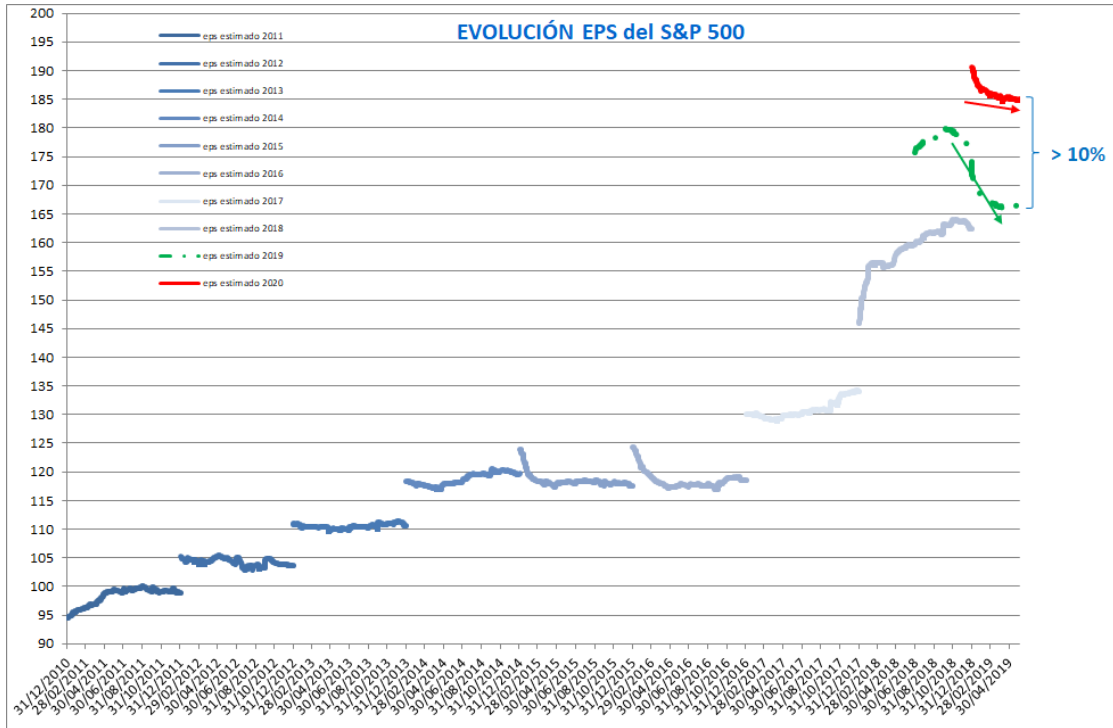
Sin embargo, dado que la reunión fue anterior a la escalada de tensión en la guerra comercial, sus palabras pueden no reflejar lo que sí que estamos viendo en el mercado, y es que los futuros descuentan con altísimas probabilidades que los próximos movimientos de tipos sean a la baja. De hecho, como puede verse por el gráfico inferior, tomando los datos de esos futuros, hemos pasado de descontar para finales de año 2020, de 3 subidas en octubre del año pasado a 3 bajadas actualmente. Y las probabilidades de que la primera bajada sea este año son del 92%



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

Por último, finalizada ya la temporada de resultados en Estados Unidos, la conclusión que nos puede ofrecer la misma es que los beneficios se han estabilizado en niveles de crecimiento más modestos. Después de las bajadas de estimaciones previas a la temporada de presentación de resultados, las compañías no han seguido de-

fraudando, aunque el crecimiento se mantiene en un ritmo mucho menor de lo esperado a mediados del año pasado. La gran duda que tenemos es el fuerte salto de crecimiento de beneficios que se espera para 2020, tal y como se puede comprobar en el gráfico inferior que ya mostrábamos en el anterior mensual.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management



Resumen de Mercados

Mercado Monetario

En el mercado americano los activos de corto plazo se ven impulsados por la caída en las yield, provocadas por las expectativas de caídas de tipos que descuenta el mercado a día de hoy y por el *“fly to quality”*. El movimiento más representativo sería el bono a un año del Tesoro americano que pierde en yield 16p.b. En el caso de Europa, si analizamos la curva alemana, vemos un movimiento más leve en los plazos más cortos, destacando el bono a un año como activo más beneficiado en el aplanamiento de la curva en el tramo corto, sufriendo caídas en yield de 6p.b.

Renta Fija

El risk off de los mercados lleva a compras masivas de bonos, lo que hace corregir fuertemente a los tipos a largo plazo. El 10 años americano llega a romper la barrera del 2,20% casi 100 puntos básicos por debajo de los máximos de octubre del año pasado. Los tipos a 30 años americanos rompen el 2,80% y se dejan casi 50 puntos básicos en el mes. Estas compras arrastran también al Bund alemán, que llega de nuevo hasta la zona del -0,20%. Las curvas se aplanan y se invierten con fuerza, superando los mínimos de marzo en el spread 10 años vs 3 meses.

Los spreads de crédito también aumentan, junto con la volatilidad del mercado, y se alejan de los mínimos de abril, aunque el movimiento de tipos haya hecho que los bonos no reflejen estas ampliaciones de forma dramática y el resultado haya sido movimientos menos bruscos que los de la renta variable.

Por la parte de bonos de gobierno europeos, las elecciones apenas afectan pero sí vemos de nuevo pugna entre la comisión europea y el gobierno italiano a cuenta de las cifras de déficit fiscal, en las que se baraja incluso la imposición de multas por parte de Europa. Aunque esto sea difícil de ver, la prima de riesgo sufre, ampliando cerca de 30 puntos básicos en el mes. Se da la paradoja que la rentabilidad del bono griego a 10 años está prácticamente a niveles del italiano, después de que haya tenido un fuerte rally por la convocatoria de elecciones tras los malos resultados de Tsipras y su partido Syriza en las elecciones europeas.

Renta Variable

El comportamiento bursátil del mes de mayo ha sido malo, después de alcanzar máximos históricos en el mes de abril, el incremento de la tensión en las negociaciones entre USA Y China hace que los índices tengan recortes entre el 5% y el 7% según mercados y áreas geográficas. En Europa, muy sensibles al sector exterior, las caídas del 6,66% en el Eurostoxx 50 o del 5,69% del Stoxx 600 vienen de la mano de autos y bancos principalmente (con movimientos de caídas superiores al 10%) y otros sectores cíclicos como materiales básicos, consumo discrecional o industriales. Los sectores defensivos, sin embargo, aguantaron bastante bien, con ligeras caídas como fue el caso de alimentación o bebidas, utilities o salud, que se dejaban cerca de un 2%.

En Estados Unidos, principal foco de la tensión comercial, a las caídas por este motivo se sumaban las dudas sobre tecnología, en los que la prohibición de hacer negocios con Huawei y las posibles repercusiones para compañías de semiconductores o para aquellas que ofrecen servicios en China en caso de que el gigante asiático tomara represalias similares. En concreto, el sector de hardware se dejaba un -11,66% y el de tecnología de la información caía un -8,91%. Otro foco de incertidumbre es la energía, con un petróleo que se deja más de un 12% en el mes, y que arrastra al sector energético americano a caídas del -11,70%. Como mejores sectores tenemos los defensivos, utilities, real estate, salud, con un comportamiento casi neutral en el mes.

Materias Primas

Después de que el petróleo alcanzara los 75 dólares por barril en abril, el mes de mayo ha visto una fuerte corrección del precio del mismo. Casi un 12% de caída desde principios de mes, cerrando en 62 dólares/barril. Este comportamiento tan negativo tiene su origen en algún dato mayor de lo previsto de inventarios en USA y sobre todo desconfianza sobre la evolución económica y cómo pueda afectar a la demanda mundial. Las tensiones entre Irán y USA y su aliado Arabia Saudí siguen incrementándose.

Divisas

El dólar ha seguido comportándose fuerte durante el mes, a pesar del incremento de la percepción de posibilidades de bajadas de tipos de la FED. El movimiento de la cesta amplia de divisas mostró una apreciación cercana al 1%. El papel como activo refugio en momentos de caídas de mercado y el diferencial de crecimiento frente al resto del mundo, sigue pesando más que las posibles diferencias de tipos

frente a las otras áreas geográficas mundiales, donde, además, hemos visto igualmente señales más dovish de bancos centrales e incluso bajadas en algunos casos, aunque ya durante el mes de Junio (como el caso de India o Australia).

Renta Variable			
RV Large		Mayo	2019
MSCI AC World Local	Mundial	-6.10%	8.52%
MSCI ACWI USD	Mundial	-6.23%	8.00%
S&P 500	EEUU	-6.58%	9.78%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	-6.70%	7.25%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	-6.48%	13.05%
Eurostoxx 50	Eurozona	-6.66%	9.30%
DJ STOXX 600	Europa	-5.70%	9.30%
IBEX 35 INDEX	España	-5.92%	5.44%
DAX INDEX	Alemania	-5.00%	11.06%
CAC 40 INDEX	Francia	-6.78%	10.08%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	-3.46%	6.44%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	-2.52%	12.99%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	-6.53%	1.22%
RV Emergentes		Mayo	2019
MSCI Emerging Markets	Emergentes	-7.53%	3.34%
RV Small		Mayo	2019
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	-7.90%	8.67%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	-5.72%	10.70%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	-6.48%	2.57%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	-3.73%	9.76%
Materias Primas			
		Mayo	2019
Goldman Sachs Commodity	Global	-8.21%	8.53%
Petroleo [Contado,USD]	Global	-12.41%	18.36%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	1.71%	1.79%

Renta Fija			
RF Gobierno		Mayo	2019
AFI Repo 1 Día	Repo	-0.04%	-0.18%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	-0.01%	0.08%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	0.80%	3.45%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	1.78%	4.80%
RF Corporativa Investment Grade		Mayo	2019
Corporate IG Euro	Euro	-0.14%	3.82%
Corporate IG USA	USA	1.50%	8.46%
RF Emergentes		Mayo	2019
JPMorgan EMBI Global	Emerg	0.57%	7.33%
RF High Yield		Mayo	2019
High Yield Euro	Euro	-1.27%	2.91%
High Yield USA	USA	-1.39%	7.37%
Convertibles		Mayo	2019
Conv. Global	Global	-2.70%	6.02%
Conv. Europa	Emerg	-1.51%	4.01%
Gestión Alternativa			
		Mayo	2019
HFRX Global Hedge Fund	Global	-0.68%	2.57%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	-0.51%	0.97%
Divisas (vs EUR)			
		Mayo	2019
USD	EEUU	0.41%	2.68%
JPY	Japón	3.37%	3.92%
GBP	Reino Unido	-2.71%	1.62%
CHF	Suiza	2.25%	0.86%

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

Recomendaciones

Clase de Activo	Outlook	Comentario
Liquidez		Mantenemos la liquidez con una perspectiva positiva. Los niveles actuales tanto de la renta variable como de ciertos tipos de renta fija nos hacen recomendar la liquidez, pese a su coste, a la espera de un mejor momento de compra.
RF Gobierno		Tras el giro dovish de los bancos centrales, y la confirmación de que la FED está lista para realizar bajadas de tipos si fuera necesario, los bonos de gobierno han tenido fuertes apreciaciones. Tácticamente podrían tener un parón ya que descuentan un escenario muy negativo.
RF Corporativa IG		La evolución de los bonos corporativos ha estado marcada por un lado, por el movimiento de bajada y aplanamiento de las curvas y por otra parte, por las ligeras ampliaciones de spread como consecuencia de las caídas bursátiles. Mantenemos nuestra preferencia por duraciones cortas.
RF High Yield		En el caso de la renta fija HY, las ampliaciones de spread realizadas durante el período han sido ligeras, en comparación con las caídas bursátiles. El comportamiento en el año sigue siendo muy positivo pero no vemos potencial.
RF Emergente		El movimiento de aversión al riesgo durante el mes de mayo, ha tenido como consecuencia un buen comportamiento de todos los activos con duración. La renta fija emergente es uno de los activos con mayor duración del mercado y pensamos que podría tomar una pausa en los próximos meses. Además quedamos a la espera de la evolución de las guerras comerciales.
Gestión Alternativa		Consideramos este tipo de inversión como una buena solución para el inversor conservador que busca alternativas para la renta fija. No obstante, es necesario tener una buena diversificación entre estrategias muy diversas, ya que si no podríamos obtener correlaciones no deseadas con el mercado.
Renta Variable		El mes de mayo ha visto correcciones cercanas al 5%-6% con una fuerte rotación sectorial. La Fed da alas al mercado a principios de Junio indicando una posible bajada de tipos. Difícil ver un entorno macro positivo en ese caso, la volatilidad podría mantenerse alta en este período y nos podría ofrecer mejores puntos de entrada.
RV Emergente		Las medidas de impulso fiscal en China dan mejores perspectivas al mundo emergente. No obstante, debemos de continuar vigilantes respecto al riesgo geopolítico, ya que un recrudecimiento de la guerra comercial podría llevar a recortes a estas zonas geográficas después de un gran comportamiento en lo que va de año.
Materias Primas		En este caso, puede ser un activo residual pero que diversifique el retorno de la cartera. El petróleo ha caído fuertemente en este mes, pero metales preciosos como el Oro parece que mantienen un buen tono.

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

Welzia Corto Plazo FI

El fondo Welzia Corto Plazo, F.I. ha cerrado el mes con una rentabilidad negativa del -0.05%. El movimiento de la curva durante el mes de mayo ha beneficiado a los activos con mayor duración. La duración del fondo se mantiene cerca de 0.6 años. Los bonos que mayor rentabilidad han aportado a la cartera en el mes han sido los bonos de gobierno y agencias estatales, y algunas pequeñas emisiones de financieros de nombre. La peor parte se la han llevado especialmente los bonos financieros con cupón flotante.

Como ya comentábamos en meses anteriores, el fondo tiene una alta composición en bonos del sector financiero y aunque la renta fija ha corrido mucho, el sector financiero sigue manteniendo aún un spread atractivo respecto a gobiernos e incluso respecto a otros corporativos. Los bonos flotantes son otra de nuestras apuestas más relevantes, con bonos con diferenciales atractivos frente a Euribor, a pesar de que las expectativas de tipos parecen alejarse cada vez más por los mensajes de los Bancos Centrales y la falta de inflación. Otra de nuestras principales apuestas continúa siendo los bonos de gobierno y agencias, que como comentábamos con anterioridad han sido una de las principales fuentes de rentabilidad en el mes.

Welzia Ahorro 5 FI

El fondo acumuló en el mes una rentabilidad negativa del 1.00% y su rentabilidad del año se situó en el 3.09%. El fondo incrementó ligeramente su peso en renta variable del 18% al 20% durante el mes, este peso se reduce hasta el 15% si le añadimos las coberturas 'put' del fondo. El fondo acumula desde el primer trimestre esta posición defensiva en opciones 'put' con vencimientos a julio, septiembre y diciembre de 2019. Respecto al resto de los activos, salieron de la cartera convertibles y retorno absoluto en favor de renta fija corporativa europea de alta calidad. Este activo invierte en bonos de empresas con rating de alta calidad con vencimientos reducidos. Por otro lado, la cartera del fondo continuaba con gran parte de los activos vendidos debido al control de riesgos, se ha tenido vendida la posición en renta fija de alto rendimiento y la posición en renta fija emergente durante prácticamente todo el mes. El peso en renta fija se ha situado en el 57.5%. Durante el mes, la renta variable ha sido

el activo que más rendimiento ha sustraído a la cartera. Los principales índices acumularon pérdidas superiores al 5%. La renta fija gobierno y corporativa ha mostrado avances en el mes sirviendo como refugio a los inversores.

Welzia Flexible 10 FI

Durante el mes anterior, el fondo Welzia Flexible 10 ha acumulado una rentabilidad negativa del 2,37%. El rebalanceo mensual de la cartera supuso un incremento en posiciones de renta variable del 35% al 40%. Este nivel se reduce hasta el 37,5% al añadir las coberturas 'put' que tiene compradas el fondo. Respecto al resto de activos, se vendieron las posiciones en retorno absoluto y convertibles y se compró una posición en renta fija corporativa de corto plazo. Los controles de riesgo sobre cada activo individual han estado activados todo el mes, por lo que no hemos tenido posiciones en renta fija de alto rendimiento y emergente. El peso en renta fija se situó en el 40%. La renta variable fue la principal responsable en la rentabilidad del mes, con caídas abultadas en todos los índices mundiales. La renta fija gobierno y corporativa de alta calidad sirvió como refugio aportando rentabilidad positiva al fondo.

Welzia Crecimiento 15 FI

Durante el mes de mayo el fondo Crecimiento 15 cayó un 0.8% menos que su índice de referencia debido, en gran medida, a la menor exposición al mercado de renta variable de la estrategia, que ha sido del 90%. También ha ayudado la exposición a deuda corporativa de alta calidad, que ha funcionado como activo refugio ante las caídas de las bolsas, siendo el único activo en la cartera que ha registrado subidas a cierre de mes.

A mediados de mes se introdujeron nuevos fondos de renta variable estadounidense en la cartera. Hay que destacar el Goldman Sachs US Core Equity, un fondo que intenta mejorar el índice S&P 500 valiéndose del *big data* para analizar las compañías, Actualmente es una de las posiciones más grandes de la cartera (16.64%), también mencionar el Seilern Stryx America (7.12% en cartera), un fondo que invierte en compañías de alta calidad y con crecimientos de beneficios estables. A finales de mes también se cambiaron los activos de renta fija de alta calidad europea por deuda pública americana con una duración de 5 años, aumentándose ligeramente la duración y la exposición al dólar en la cartera.

Welzia Global Opportunities FI

Durante el mes de mayo, el fondo ha caído un 6,50%; mientras que el MSCI World EUR Hedged ha caído un 6%, el S&P 500 un 6,35% y el Stoxx 600 un 4,75%.

A lo largo del mes hemos hecho un cambio de valores, sustituyendo Micron Technologies por Texas Instruments. Micron tiene una exposición del 13% de sus ingresos a Huawei, la compañía china afectada por la prohibición de hacer negocios con empresas norteamericanas. Ante este problema, hemos preferido cambiarla por Texas Instruments, mucho menos impactada por este riesgo.

En cuanto a las compañías en cartera, aquellas que pertenecen a sectores defensivos se han comportado muy bien, incluyendo revalorizaciones del 5% en valores como Aroundtown y Rogers Communications.

Por el lado negativo, el sector retail norteamericano ha sufrido caídas cercanas al 30% por la decepción en los resultados publicados durante el mes. Compañías como Kohl's, Foot Locker o Canada Goose han reducido sus expectativas de crecimiento para el año, con su consiguiente castigo bursátil.

El nivel de inversión se ha mantenido en niveles del 90-92%, con una exposición al dólar americano que ronda el 10% de la cartera.

Welzia Global Financials FI

El mes de mayo resultó ser la antítesis del mes de abril, el fondo perdió en el mes un 6% vs el 6.81% del mes anterior. El movimiento de las curvas de renta fija, donde hemos podido ver como se aplanan las rentabilidades de los plazos más largos, perjudican las expectativas de mejora de márgenes futuros de los bancos. Los mercados descuentan bajadas de tipos por parte de los bancos centrales o políticas monetarias más laxas, lo cual no está beneficiando al sector bancario.

El fondo Welzia Global Financials F.I., a pesar de haber caído un 6% en el mes consigue mantener un mejor comportamiento que su índice de referencia, ya que el MSCI World Financials pierde en el mes un 7.21%.

El gran perdedor en el mes ha sido la banca europea y americana, que acumulaban pérdidas superiores al 11% en el caso de Europa y un 10% en Estados Unidos. Caídas motivadas por los últimos movimientos de los Bancos Centrales, que convierten en más dovish sus mensajes, lo que incrementa las probabilidades de bajadas de

tipos. Activos que tienen un importante impacto en la rentabilidad del fondo por suponer aproximadamente un 30% de la exposición del mismo. Por la parte positiva, los activos financieros que mejor se comportaron fueron las aseguradoras americanas con caídas que apenas alcanzaban el 1.5%, seguidos de las aseguradoras europeas y de las Fintech, que sumaban caídas cercanas al 3%.

Por lo que el fondo queda con una rentabilidad acumulada en el año del 7.25% vs. el 9.91% de su índice de referencia MSCI World Financials.

Welzia Global Flexible FI

Comienza el mes de mayo completamente invertido. Los indicadores mantienen sus lecturas positivas, aunque el indicador comienza a girarse durante este mes y anticipan cambios en la cartera para los próximos meses.

En la parte de bonos de alto rendimiento estaría en una posición similar tanto en bonos de duración media como de duración corta. En términos de preferencias regionales, el Fondo Welzia Global Flexible mantiene sesgo hacia Estados Unidos.

Fondo	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Año	2018	2017	2016	2015	
Fondo Tesorería								
Welzia Corto Plazo	11.06	-0.05%	0.98%	-1.13%	0.26%	-0.82%	-0.20%	0.80%
Fondos gestionados por Riesgo								
Welzia Ahorro 5	10.85	-1.00%	3.09%	-10.87%	5.02%	0.26%	-2.00%	4.79%
Welzia Flexible 10	9.24	-2.36%	3.94%	-12.20%	7.70%	-2.39%	-2.54%	6.16%
Welzia Crecimiento 15	11.85	-5.20%	8.67%	-14.58%	12.94%	1.15%	-0.16%	12.47%
Fondos Temáticos								
Welzia Banks	6.40	-6.02%	7.25%	-18.58%	11.29%	-4.21%	6.35%	12.59%
Welzia Global Opportunities	10.88	-6.50%	5.80%	-17.90%	7.45%	7.06%	-0.15%	12.83%
Welzia Global Flexible	84.17	-3.59%	0.35%	-13.15%	3.21%	-	-	-

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

Datos a 31 mayo de 2019

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management



Evolución SICAVs Welzia

Sicav	Valor	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Acumulado 2019	2018	2017	2016	2015	
Sicav 1	11.91	-4.82%	12.70%	-19.48%	11.62%	1.38%	9.28%	15.10%
Sicav 2	11.14	-5.22%	14.70%	-21.75%	11.82%	2.80%	5.22%	15.83%
Sicav 3	4.52	-4.10%	9.56%	-16.85%	7.24%	3.42%	0.93%	10.78%
Sicav 4	6.61	-1.89%	4.38%	-7.16%	11.61%	5.26%	-	6.56%
Sicav 5	9.54	-1.39%	2.30%	-7.33%	5.67%	-0.44%	5.22%	4.97%
Sicav 6	20.33	-5.60%	13.74%	-8.85%	10.12%	6.14%	0.41%	16.87%
Sicav 7	9.98	-3.36%	8.28%	-13.57%	11.63%	-	-	10.22%
Sicav 8	4.30	-3.02%	2.69%	-15.79%	-0.16%	-	-	-
Sicav 9	6.17	-1.01%	5.52%	-0.37%	-1.75%	3.44%	-	-

Datos a 31 mayo de 2019

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management



Tema del Mes:

Reflexiones sobre la salida a bolsa de UBER

En estos últimos meses, hemos asistido a la salida a bolsa de multitud de empresas, como Uber, Spotify, Lyft... especialmente en el mercado norteamericano.

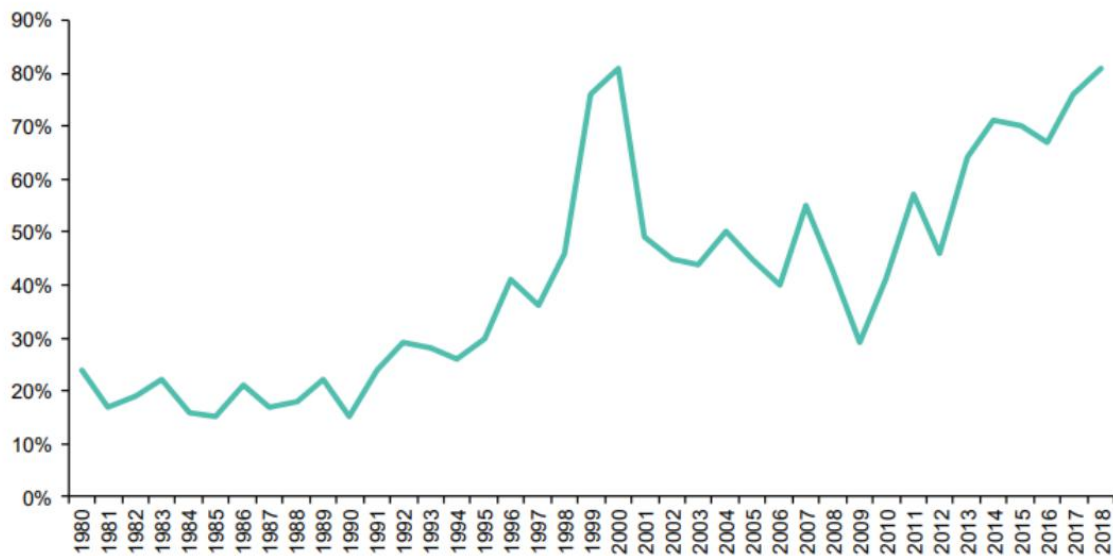
En general, el aumento de salidas a bolsa es uno de los indicadores que nos señala la buena salud del ciclo macroeconómico. La recuperación de las operaciones corporativas se toma como una señal de que el ciclo económico de expansión se está confirmando. Las empresas, ante el aumento de la confianza inversora, deciden volver a acudir a los mercados de capitales para obtener financiación para sus proyectos. Por otro lado, esta misma actividad puede dar señales que nos indiquen cierta complacencia en los mercados financieros. En las fases finales de los ciclos también es algo característico el aumento de este tipo de operaciones. Los propietarios de las empresas aprovechan los múltiplos elevados a los que cotiza el mercado bursátil para vender sus participaciones en la compañía a la comunidad inversora a múltiplos elevados, y así obtener mayor rentabilidad en su inversión.

En la actualidad, estamos observando un gran aumento de las salidas a bolsa de empresas, especialmente centradas en el sector tecnológico. Compañías como Uber, Lyft, Snapchat... han realizado sus ofertas públicas de venta con unas cuentas que muestran que hasta ahora no han sido capaces de generar beneficios, y, además, no esperan hacerlo en el corto plazo. Esta situación recuerda un tanto a la de finales de los 90, aunque, como veremos más adelante, hay ciertas diferencias entre la situación actual y la ocurrida en esa época.

Empresas sin beneficios. ¿atractivas para los inversores?

Durante este último año hemos visto como se aceleraba, no solo el número de OPV, sino el porcentaje de las mismas que no tienen beneficios en el momento de la salida a bolsa.

EXHIBIT 6: **Percentage of IPOs with EPS<0**



Source: Initial Public Offerings: Updated Statistics, Jay R. Ritter, Cordell Professor of Finance, University of Florida, December 31, 2018

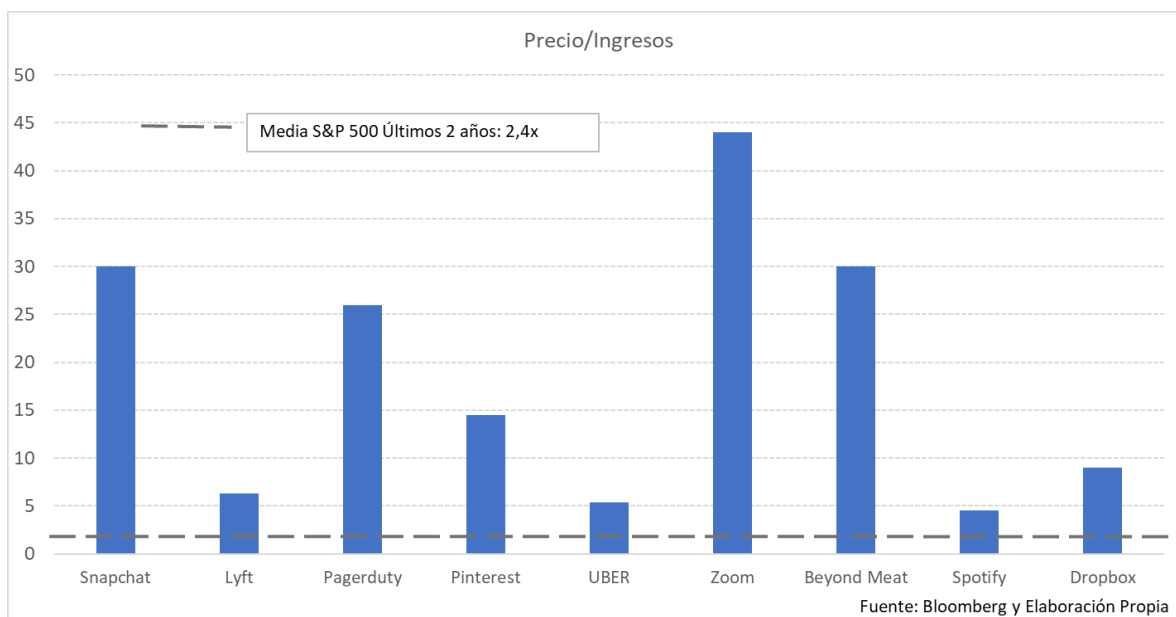
Como podemos observar, estamos en niveles incluso superiores a los años anteriores a la burbuja tecnológica del año 2000. Se ha hecho cada vez más habitual la presencia de la siguiente frase en los folletos de lanzamiento de las OPV:

"We expect our operating expenses to increase significantly in the foreseeable future, and we may not achieve profitability,"

En este caso hemos sacado la cita del folleto de Uber, pero este mismo contenido lo encontramos en otras empresas como Beyond Meat (especializada en hamburguesas veganas), Lyft o Snapchat. Esta frase implica no sólo que no han sido capaces hasta ahora de generar beneficios, sino que su modelo de negocio se basa en seguir gastando para ganar cuota, con la esperanza de que en algún momento su posición dominante de mercado les permita fijar precios y comenzar a ser rentables.

Por tanto, al acudir a estas operaciones estamos desafiando el canon de valoración bursátil, que nos dice que hemos de basar el valor intrínseco de la compañía en el descuento bien de flujos de caja o bien de beneficios por acción. En estos casos es negativo, con lo que métricas como el PER tampoco son capaces de justificar la inversión. Es por ello que se suelen utilizar múltiplos como Precio/Ingresos para poder justificar el precio al que salen a bolsa, acompañado de proyecciones de crecimiento muy elevadas, difíciles de mantener en el tiempo.

A continuación, incluimos una tabla con las valoraciones de las principales salidas a bolsa de estos últimos años, comparada con el S&P 500:



Como vemos, son números elevadísimos en comparación a la media de las compañías de gran capitalización norteamericana. Los múltiplos que aparecen reflejados se corresponden con los primeros días de cotización de las compañías.

Aun así, estas cifras no parecen asustar a la comunidad inversora, que ha valorado a UBER en 72 mil millones de dólares, por encima de compañías como Caterpillar o Goldman Sachs, que incluso en los peores años de la crisis de 2008 tuvieron un beneficio por acción positivo.

Pero estas valoraciones desorbitadas no se dan solo en el sector tecnológico, sino también en otros como la alimentación.

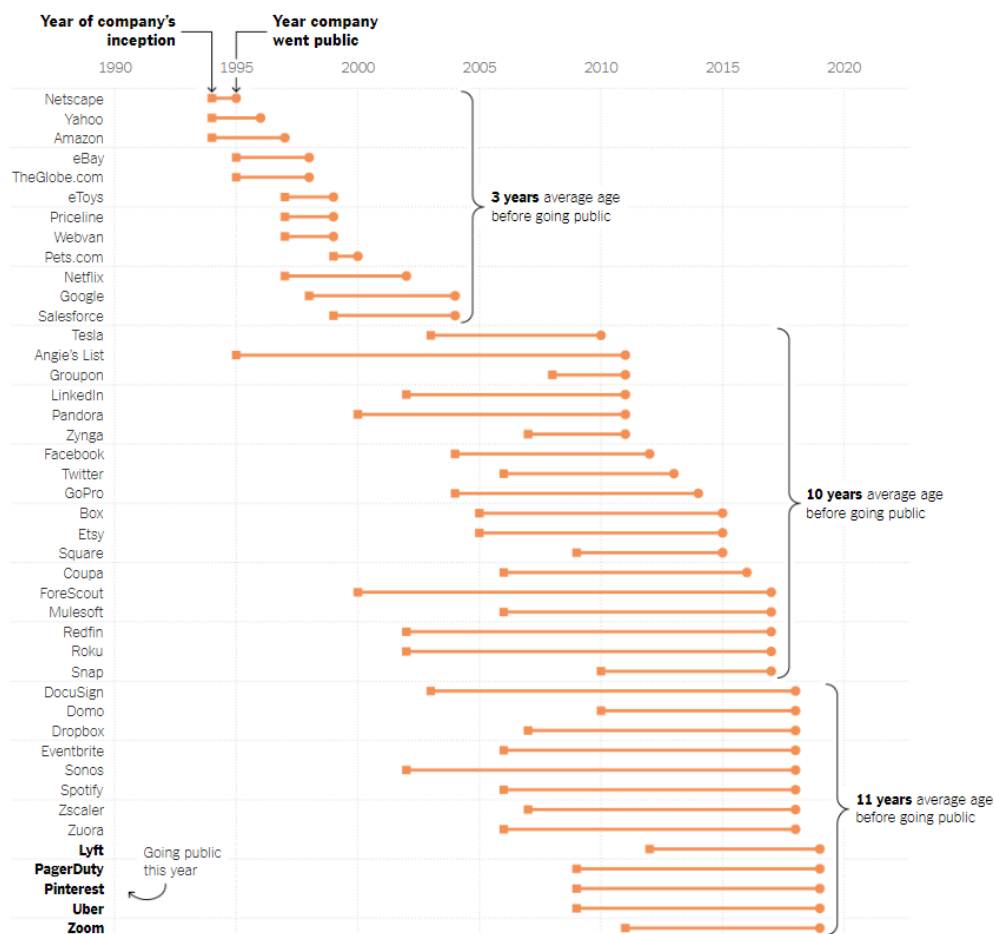
Este es el caso de Beyond Meat, una empresa dedicada a la fabricación de hamburguesas veganas. Su capitalización actual es de 4 mil millones de dólares. Salió a cotizar a un precio de 25 USD, pero el primer día de cotización se disparó un 200%, hasta los 70 USD. Después de esto ha seguido su subida imparable, y actualmente ya ha multiplicado por 4 su precio, llegando a 100 USD por acción. En este caso, volvemos a estar ante una compañía que no va a generar beneficios en el medio plazo, ya que las estimaciones de los analistas nos indican que, al menos en los dos próximos años, la compañía va a continuar publicando pérdidas.

¿Es esta situación una vuelta a la burbuja tecnológica?

Ante estos casos descritos, podríamos pensar que estamos ante una burbuja tecnológica como la del año 2000. Es cierto que hay similitudes, como el marcado componente tecnológico de la mayoría de las compañías o el aumento ya reseñado de empresas que salen a bolsa con beneficios negativos, pero también observamos diferencias.

La primera de ellas es que actualmente las salidas a bolsa con beneficios negativos no se centran solo en el sector tecnológico, como en el año 2000, sino que también afecta a otros sectores. Todo aquello que se asocia con disrupción consigue financiación, primero a través de rondas de captación de fondos de *private equity* y finalmente ya en su debut bursátil. Este es el caso, por ejemplo, de Beyond Meat, asociado a la nueva tendencia de la alimentación vegana.

Por otro lado, el tiempo durante el cual se mantienen bajo capital privado ha aumentado considerablemente, como podemos ver en el siguiente gráfico del New York Times:



Como vemos, durante la burbuja tecnológica las compañías salían a bolsa apenas 3 años después de la fundación, caso de Amazon, Google o Netflix. Este periodo ha ido aumentando, y en la actualidad se sitúa en los 11 años. Según el rotativo norteamericano, las razones son variadas, pero se centran en dos ejes fundamentales: regulatorio y financiero.

En cuanto a la regulación, las compañías prefieren ahorrarse el escrutinio público al que son sometidas en cuanto acceden al mercado bursátil. Durante los primeros años de vida, este tipo de compañías pueden reinventarse de manera más sencilla, sin tener que dar explicaciones al gran público, con el consiguiente castigo bursátil que suele suponer.

Por otro lado, las condiciones de financiación, con tipos muy bajos, hacen que captar dinero en rondas de financiación privadas sea sencillo, y, por tanto, que su dependencia de una salida a bolsa sea inferior que en los años 90.

Esta circunstancia da como resultado unas compañías más consolidadas, con un historial operativo más amplio, con lo que hay mayor certeza acerca de la evolución de su negocio.

Por el lado negativo, tenemos el hecho de que normalmente los grandes crecimientos de los ingresos empresariales se producen en sus primeros años de vida, con lo que actualmente ya no nos estaríamos beneficiando de esa primera época de aumento increíble de la cifra de negocio. Después de 10 años, podemos seguir viendo crecimientos importantes, como ha sido el caso de Facebook, pero es difícil que alcancen las cifras de los años anteriores.

De todos modos, los niveles medios de valoración del mercado están alejados de los vistos durante la burbuja puntocom, ya que el S&P 500 está cotizando actualmente a 17 veces beneficios, mientras que en el año 2000 estaba cotizando a 26 veces. Por tanto, estas valoraciones exageradas se limitan a este tipo de compañías, mientras que el mercado en general se encuentra en múltiplos más razonables.

Conclusiones

Como podemos ver, las salidas a bolsa de empresas sin beneficios son un gran desafío a la teoría de los mercados eficientes. Estas compañías, que básicamente prometen seguir perdiendo dinero sine die, atraen capital de multitud de inversores que justifican la compra sobre la base de crecimientos exponenciales en las cifras de negocio. Estas subidas bursátiles suelen evaporarse con facilidad en cuanto comien-

zan las publicaciones trimestrales de resultados, y se comprueba que esos ritmos de crecimiento exponencial son inalcanzables. Para muestra, tenemos el caso de Snapchat, compañía que debutó en el parqué neoyorquino el año pasado. Después de unas subidas del 20% en las primeras sesiones, actualmente cotiza a un 50% de su valor inicial.

Desde Welzia, creemos en una metodología de inversión más conservadora, a través de nuestro filtro TriFactor. Mediante el mismo, seleccionamos compañías que demuestran una rentabilidad consistente a lo largo de todo un ciclo económico, con crecimientos de beneficios estables y asociados a la expansión de márgenes y al bajo endeudamiento. Además, tenemos en cuenta valoraciones atractivas y una tendencia positiva del precio en el medio y largo plazo.

Con esto, tratamos de seguir un enfoque de generación de valor a largo plazo, alejados de los ruidos y manías que se manifiestan en el corto plazo y que suelen dar como resultado grandes pérdidas una vez explotan dichas burbujas de valoración. Las empresas en las que invertimos son negocios sólidos, de rentabilidad probada a lo largo del tiempo, y cuya evolución no se basa en modas pasajeras ni en promesas de crecimientos exponenciales en el futuro.



Indicadores MACRO

		PIB (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último* ₂	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (E)
	Agregado Global	1.72	2.08	2.44	2.80	2.90	3.60	3.70	3.30
	Estados Unidos	2.90	1.90	2.40	2.40	1.60	2.30	2.90	2.56
	Union Europea	1.20	-0.40	0.90	1.50	1.70	2.50	1.80	1.20
	Japón	0.80	1.70	0.20	0.60	1.00	1.60	0.70	0.60
	Reino Unido	1.80	1.80	2.60	2.20	2.00	1.70	1.40	1.40
	Suiza	1.40	1.90	1.90	0.80	1.40	1.00	2.60	1.20
	Alemania	0.70	0.50	1.60	1.50	1.85	2.50	1.50	0.90
	Francia	1.20	0.30	0.40	1.10	1.10	1.90	1.50	1.30
	Italia	-0.10	-1.90	-0.40	0.70	0.90	1.50	0.80	0.20
	España	2.40	-1.25	1.30	3.20	3.20	3.10	2.50	2.20

		EMERGENTES							
		Último* ₂	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (E)
	Agregado Emerg.	4.81	5.40	5.10	4.70	3.74	4.70	4.97	4.81
	Brasil	0.46	2.20	0.05	-3.70	-3.50	1.00	1.22	1.45
	Rusia	0.50	1.30	0.50	-3.70	-0.50	1.50	1.80	1.40
	India	5.30	5.10	4.70	7.35	7.50	6.30	7.40	7.00
	China	6.40	7.70	7.40	6.90	6.70	6.90	6.60	6.30

		IPC (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (E)
	Estados Unidos	2.00	1.50	1.60	0.10	1.30	2.10	2.40	1.90
	Union Europea	1.60	1.40	0.40	0.00	0.20	1.50	1.70	1.30
	Japón	0.90	0.40	2.70	0.80	-0.10	0.50	1.00	0.75
	Reino Unido	2.10	2.60	1.50	0.00	0.70	2.70	2.50	1.90
	Suiza	0.60	-0.20	0.00	-1.10	-0.40	0.50	0.90	0.65
	Alemania	1.30	1.60	0.80	0.10	0.45	1.70	1.90	1.50
	Francia	1.00	1.00	0.60	0.10	0.25	1.20	2.10	1.30
	Italia	0.90	1.30	0.20	0.10	-0.10	1.30	1.20	1.00
	España	0.80	1.50	-0.10	-0.60	-0.40	2.00	1.70	1.20

		EMERGENTES							
		Último	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (E)
	Brasil	4.94	6.20	6.30	9.00	8.75	3.40	3.70	4.00
	Rusia	5.10	6.80	7.80	15.60	7.10	3.70	2.90	4.90
	India	8.33	6.10	7.20	6.15	4.90	4.50	4.07	3.00
	China	2.50	2.60	2.00	1.40	2.00	1.60	2.10	2.20

		Deuda % PIB					Déficit Público (% PIB)	
		DESARROLLADOS						
		2014	2015	2016	2017	2018	2017	2018
	Estados Unidos	74.40	73.60	73.80	76.10	77.80	-3.4	-4.2
	Union Europea	92.00	90.40	89.20	87.10	85.10	-0.5	-1.0
	Japón	231.90	230.00	234.70	236.40		-2.5	-5.0
	Reino Unido	88.10	89.00	92.20	87.00		-1.9	-1.4
	Suiza	34.70	34.40	34.10	42.80		1.3	1.6
	Alemania	74.30	71.20	69.00	64.50	60.90	1.0	1.7
	Francia	95.50	96.20	96.50	98.40	98.40	-2.8	-2.5
	Italia	132.00	132.80	132.50	131.40	132.20	-2.4	-2.1
	España	97.70	99.20	99.60	98.10	97.10	-3.1	-2.5

		EMERGENTES						
		2014	2015	2016	2017	2018	2017	2018
	Brasil	58.90	66.50	75.40	84.00		-8.9	-7.3
	Rusia	13.40	9.40	13.70	17.40		-1.7	2.6
	India	51.70	52.40	52.30	69.80		-4.0	-3.6
	China	14.90	15.30	20.10	47.80		-3.7	-2.2

*Tasa media anual

*₂QoQ anualizado



Indicadores MERCADO

BOLSAS EUROPA								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Euro Stoxx 50	3376.41	15.75%	1.24%	7.23%	4.12%	16.66%	3.80	3,331,334
FTSE 100	7322.14	11.33%	-0.79%	9.62%	5.40%	17.29%	4.80	2,473,923
SWISS MKT	9746.00	19.35%	17.81%	9.46%	5.82%	19.93%	3.36	1,185,734
DAX	12044.03	14.06%	-5.99%	5.39%	3.81%	15.94%	3.45	1,248,463
CAC 40	5358.01	16.12%	1.64%	9.54%	6.54%	17.95%	3.50	1,822,855
FTSE MIB	20371.94	14.64%	-2.48%	7.90%	1.55%	11.68%	4.89	516,402
IBEX 35	9243.80	10.06%	-1.92%	5.34%	0.39%	13.59%	4.59	642,462

Value	108.91	8.79%	-3.40%	5.55%	2.43%	13.20%	5.61	5,431,053
Growth	139.23	17.89%	4.52%	6.88%	6.98%	23.51%	2.46	6,217,902

Large	3376.41	15.75%	1.24%	7.23%	4.12%	16.66%	3.80	3,331,334
Small	435.51	12.68%	-9.11%	6.75%	7.15%	19.45%	3.12	1,790,923

BOLSAS ESTADOS UNIDOS								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
S&P 500	2843.49	14.48%	4.72%	12.67%	10.07%	18.59%	2.05	24,521,100
DOW JONES	25720.66	11.53%	4.32%	15.48%	11.38%	16.39%	2.45	7,138,868
NASDAQ	7275.93	15.53%	2.84%	18.58%	15.23%	22.99%	1.12	8,273,421

Value	1112.12	12.55%	3.14%	9.22%	7.26%	14.58%	2.63	15,699,204
Growth	1744.75	16.20%	6.17%	15.65%	12.46%	24.40%	1.54	16,715,339

Large	2843.49	14.48%	4.72%	12.67%	10.07%	18.59%	2.05	24,521,100
Small	1503.54	12.12%	-8.62%	9.88%	6.67%	33.88%	1.70	2,309,978

JAPÓN Y BOLSAS EMERGENTES								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Nikkei 225	20884.71	5.41%	-6.51%	9.96%	8.76%	15.55%	2.16	3,189,357
IBOVESPA	97204.85	10.60%	31.62%	24.40%	12.83%	17.77%	3.66	750,466
MOEX	2729.63	16.20%	25.37%	18.14%	19.12%	5.29%	7.39	595,736
NIFTY	11870.65	9.77%	11.73%	14.34%	10.85%	25.88%	1.54	1,249,984
CSI 300	3564.68	19.08%	-4.77%	6.24%	13.21%	13.17%	2.72	4,074,343
HANG SENG	26965.28	6.05%	-11.16%	12.26%	7.11%	10.59%	3.87	2,237,343
MSCI Emerging M.	1002.75	4.75%	-10.24%	9.25%	1.94%	13.08%	3.12	14,065,717

DIVISAS								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
EURUSD	1.13	-1.76%	0.68%	0.65%	-0.98%			
EURGBP	0.89	1.43%	-3.40%	-3.47%	0.96%			
USDJPY	108.51	1.10%	1.60%	2.82%	3.90%			
USDCNY	6.91	-0.45%	-1.92%	-2.82%	-0.51%			

BONOS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
Euro - Bund, 10YR	171.28	4.73%	3.13%	3.03%	4.97%
Euro - Buxl, 30 YR	198.64	9.98%	4.46%	7.33%	10.27%
US Treasury, 5YR	117.41	2.44%	1.46%	2.28%	3.31%
US Treasury, 10YR	126.59	3.75%	2.08%	3.41%	4.83%
US Treasury, 30YR	154.25	5.65%	3.70%	5.31%	7.16%

TIPOS					
	Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M
Euro Govt 10YR Yield	-0.23	0.03	0.17	0.28	0.37
US Govt 10YR Yield	2.12	2.53	2.72	2.91	2.93
UK Govt 10YR Yield	0.85	1.22	1.29	1.32	1.28
Japan Govt 10YR Yield	-0.12	-0.04	0.01	0.07	0.05

Análisis Técnico

Eurostoxx 50 - Escala semanal

En el anterior informe señalábamos la posibilidad un recorte de mercado. Esto se ha producido, aliviando mucho los niveles de sobrecompra. Actualmente nos encontramos en un soporte importante, el 3300, que además coincide con la tendencia desde 2011. Si logra rebotar en este nivel, continuaría el camino descrito el mes anterior hacia máximos de 2017. En caso contrario, el siguiente nivel de referencia en el largo plazo es el 3000.



Ibex 35 - Escala semanal

Se ha desactivado la figura del hombro-cabeza-hombro, ya que el recorte de mercado ha provocado que supere el neckline. Ahora mismo se encuentra en una zona de soporte cerca de los 9000 puntos, que coincide con la tendencia alcista desde los mínimos de 2012.

Los indicadores de fuerza relativa se encuentran mucho más relajados, con lo que podríamos esperar que se apoyase en la línea de tendencia. Este movimiento, como vemos, supondría una lateralización alcista del índice. En caso de perder los 9000 puntos, el siguiente nivel de referencia reseñable es el 8500.



S&P 500 - Escala semanal

Se ha producido el recorte anunciado hasta introducirse en el canal alcista de largo plazo que comienza en 2009.

Actualmente se han relajado los niveles de sobrecompra en los indicadores de fuerza relativa. La primera resistencia es el propio techo del canal, donde se encuentra ahora mismo. De superarla, el siguiente nivel de relevancia son los máximos históricos de abril de este año, 2950.

En caso contrario, el siguiente nivel de referencia es el 2600, que coincide con el punto medio del canal alcista de largo plazo.



EUR/USD - Escala semanal

Durante este mes continúa el movimiento de lateralización bajista del cruce de divisas. Los niveles de vigilancia actuales se sitúan en el 1.11 y en el 1.15. Los niveles de fuerza relativa siguen mostrando una situación estable, alejada de la sobreventa y de la sobrecompra. Mientras se mantenga dentro de este rango, recomendamos no tomar posición en el cruce.



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 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.