



welzia

Informe Mensual

Enero 2020

Concluye el mes de diciembre de un año 2019 para enmarcar, con alzas en prácticamente todos los mercados, activos y zonas geográficas. El último mes culminó un gran año y despejó las grandes incertidumbres que venían pesando en los mercados desde hace meses: en primer lugar los bancos centrales se eliminan de la ecuación, mantienen tipos y no esperan grandes cambios en un futuro cercano. En segundo lugar, la victoria de Boris Johnson en las elecciones británicas hace más factible un acuerdo pactado de Brexit y que por fin, después de tres años, se pueda legislar y el parlamento logre impulsar leyes sobre el mismo. Por último, aunque siempre con la cautela que caracteriza cualquier decisión del impredecible Trump, parece que el acuerdo de fase 1 con China se ha resuelto y tan solo queda su rúbrica oficial. Las tarifas que estaban preparadas para subir el 15 de diciembre se retiraron y parece que se ha producido un relajamiento en la llamada guerra comercial, aunque quedarán muchos puntos por resolver en 2020.

Los tres grandes puntos a los que hacíamos referencia en el párrafo anterior habían sido descontados por el mercado durante las semanas previas, pero no por ello dejaron los índices de subir en el período. A pesar de unas pequeñas dudas de primeros de mes, en los que Trump mostró su ira subiendo aranceles a la importación de acero y aluminio por parte de Brasil y Argentina, aludiendo a la devaluación de sus monedas, y un peor dato de ISM Manufacturero (48,1 vs 49,2 esperado); el S&P 500 terminó subiendo un 2,86% en este período, con los sectores tecnológicos a la cabeza, lo que hizo repuntar al Nasdaq un 3,54%

El resto de plazas bursátiles también terminaron en positivo, las bolsas europeas subiendo un 1,12% en el caso del Eurostoxx 50 o un 2,06% el Stoxx 600. Pero las que realmente se llevaron el grueso de las subidas fruto del potencial acuerdo entre Estados Unidos y China fueron las bolsas emergentes, con subidas del 7,17% en el caso del MSCI EM, con subidas del 9,81% en el caso de las bolsas latinoamericanas (MSCI Latam) de la mano también de subidas en las materias primas y el petróleo que subió un 8,28% en el período y puso la guinda a la salida a bolsa de la petrolera Saudí: Aramco, que debutó con fuertes subidas (+10,16%) en sus primeros días de cotización.

Los bancos centrales tuvieron un papel muy poco relevante en diciembre, esto a pesar de las reuniones de la FED y de la primera reunión de Christine Lagarde al frente del BCE. No hubo, tal y como se esperaba, movimientos en los tipos ni mensajes distintos de los esperados, y tan solo dejaron evidencia del crecimiento exiguo que se espera en 2020. Los economistas de la Reserva Federal esperan un crecimiento del 2% para el año que comienza, dos décimas por debajo del crecimiento en 2019. En el caso de sus homólogos europeos, estiman el crecimiento para el año actual en 1,10% una décima menos que el crecimiento del 2019.

Esta parece que es la tónica en cuanto a las previsiones económicas generalizadas por parte de los organismos oficiales. Crecimiento bajo, pero menores posibilidades de recesión. Y cierta esperanza en que se produzcan impulsos fiscales para acompañar los impulsos monetarios. En este sentido, Japón anunció en diciembre el mayor programa de estímulos desde 2016 con un montante cercano a los 110.000 millones de euros (1,9% s/PIB) para estimular una economía que sufrió cierto parón después de la última subida del IVA en el país asiático. Una economía que creció al 0,6% en 2019 y se espera que suba una décima más durante 2020, año en el que Tokio será huésped de los JJOO de Verano y que quizá dinamice algo más su estancada economía.

TEMARIO

Entorno Macroeconómico

Resumen de Mercados

Recomendaciones

Evolución Fondos Welzia

Evolución SICAVS Welzia

Tema del Mes:

VISIÓN 2020

Indicadores MACRO

Indicadores MERCADO

Análisis Técnico

Disclaimer



Entorno Macroeconómico

EUROPA

Una de las claves del mes de diciembre en el viejo continente ha sido la victoria de Boris Johnson y el partido conservador en las elecciones del Reino Unido. La victoria fue contundente y con 364 escaños le permite gozar de mayoría absoluta (una de las claves de las elecciones estuvo en la fuerte caída del partido Laborista de Jeremy Corbyn). Después de 3 años caóticos tras la debacle del referéndum del 23 de Junio de 2016, en el que el parlamento no fue capaz de certificar los diferentes planes de Brexit auspiciados por Theresa May o el propio Boris Johnson, este último gozará ahora de libertad para poder llevar a cabo sus planes. La victoria electoral estuvo acompañada de subidas bursátiles y alzas en la cotización de la Libra. Sin embargo, toda moneda tiene un reverso y parte de estos movimientos se vieron diluidos por las dudas sobre la posibilidad de que ahora Boris Johnson, ungido por las urnas y envaletonado por su liderazgo, intente renegociar o imponer un calendario mucho más forzado en las negociaciones con la UE. Sea como fuere, durante el mes de diciembre el FTSE 100 se anotó una subida mayor que la de sus homólogos europeos (2,67%) y compañías como IAG o los grandes bancos ingleses tuvieron fuertes vaivenes después de las elecciones. IAG subía cerca de un 15% en un par de sesiones, y bancos como Lloyds o Barclays lo hacían cerca de un 10%, aunque finalmente perdieron parte de lo ganado tras las dudas comentadas sobre la posibilidad de que los plazos del Brexit sean más exigentes y haya más fricción entre la UE y el Reino Unido.

Alemania sigue sufriendo el parón de manufacturas a nivel mundial, el PMI poco a poco va mejorando, pero siguen saliendo cifras muy deprimidas. El último dato correspondiente al mes de diciembre ha sido de 43,7 lo que confirma la debilidad de la locomotora europea que sigue viendo caídas en pedidos de fábrica y producción industrial. Es cierto que las encuestas de actividad, tanto ZEW como IFO, siguen mejorando y las expectativas futuras parece que apuntan a un mayor optimismo de cara a la evolución en 2020, pero los datos siguen siendo modestos.

La reunión del Banco Central Europeo, que inaugura la presidencia de Christine Lagarde fue bastante menos interesante de lo previsto. Apenas sí hubo cambio de tono o contenido del mensaje frente a su antecesor, y todo transcurrió tal y como el guión establecía. Se mantienen los tipos, el “forward guidance” y los programas de compras de activos. El único aspecto que resultó llamativo fue la confirmación de la revisión que llevará a cabo el organismo, durante todo 2020 y que según palabras de

su presidenta no dejará una piedra sin remover, y se estudiará las funciones del banco central desde todos los puntos de vista, incluido el de la desigualdad social y la lucha contra el cambio climático (¿?). En esta revisión se contará con el mundo académico y social y no se circunscribirá solo al conjunto de banqueros centrales. Sus resultados se esperan para finales de año y supondrá un momento clave para entender la política monetaria europea para la próxima década.

ESTADOS UNIDOS

La clave del mes de diciembre en Estados Unidos era la fecha del día 15, pues suponía un punto de inflexión en la guerra comercial. Tras las amenazas de subir los aranceles en septiembre, se produjo un retraso de tres meses, en el que se subiría un 15% los aranceles a productos de consumo por importe aproximado a 160 mil millones de dólares. Esta medida afectaba prácticamente a todos los artículos procedentes de China, muchos de ellos productos de gran consumo (Tecnología, ropa y juguetes). Dicho aplazamiento fue justificado para no interferir en las compras previas a las fechas navideñas; para que no produjera un caos en ese período de estocaje previo al Black Friday, Cyber Monday & Navidad. Durante este tiempo con idas y venidas y salidas de tono por parte del presidente Donald Trump, parecía que un acuerdo parcial (llamado de Fase 1) estaba próximo a concluir, pero en el horizonte estaba esta fecha marcada como forma de presión en las negociaciones. Finalmente, los aranceles no se subieron y el acuerdo de Fase 1 se da por completado (aunque pendiente de firma). La contrapartida, entre otras, es la mayor compra de productos agrícolas americanos por parte de China, y mayores controles a la propiedad intelectual. Los detalles no se conocen aún.

Al mismo tiempo que Trump aliviaba la tensión en el exterior, en clave política interna la temperatura sube con la votación que supone el comienzo del “Impeachment”, por parte del partido demócrata. Trump es el tercer presidente en la historia norteamericana en ser acusado formalmente, en este caso por abuso del poder presidencial y obstrucción al Congreso; en la raíz del asunto está una llamada al presidente de Ucrania en la que, según los demócratas, utilizó su poder para intentar recabar información en contra de su rival político, Joe Biden. Pese al ruido político, el proceso requiere la aprobación de ambas cámaras y es improbable que el Senado norteamericano, con mayoría republicana, permita que Trump sea declarado culpable. Por lo tanto, salvo sorpresa de última hora, el proceso no preocupa a los mercados ya que no tiene visos de prosperar.

Desde el punto de vista macro, los datos que conocimos a principio de mes fueron un poco descorazonadores, con un ISM manufacturero marcando niveles cerca-

nos a los mínimos del año, con una lectura de 48,1 cuando se esperaba una cifra mayor. La encuesta de servicios, por su parte también salió por debajo de lo esperado, en 53,9 frente a 54,5. Sin embargo, fueron las cifras de empleo las que remontaron el débil comienzo de mes. La creación de empleo no agrícola en el mes fue de 266.000 puestos de trabajo, muy por encima de lo esperado y con revisión de las cifras del mes anterior al alza. Lo cual llevó la tasa de desempleo a niveles del 3,5% y sigue soportando la idea de una economía con un crecimiento basado en el consumo.

En este sentido, cabe destacar las cifras récord de compras en este período navideño. Las compras online en el día de acción de gracias crecieron un 14,5% frente a 2018 sumando 4.200 millones de dólares. El “Black Friday” se saldó con unas ventas de 7.400 millones de dólares con un crecimiento en ventas de móviles del 21% frente al 2018. El “Cyber Monday” no se quedó atrás y las ventas ascendieron a 9.400 millones de dólares, lo que supone un crecimiento del 19,7% frente al año anterior. (Fuente Adobe Analytics). Falta por confirmar las cifras de venta en comercios tradicionales, pero el crecimiento por parte del comercio online, como pueden comprobar, sigue siendo espectacular.

Y mientras tanto, la inflación sigue contenida, aunque en niveles superiores a lo que podemos ver en Europa, el CPI del mes de noviembre se fijó en 2,1% mientras que la cifra sin comida y energía sigue en el 2,3%. Cifras importantes para la Reserva Federal, que en su última reunión del año mantuvo los tipos y no aportó grandes sorpresas, hubo unanimidad entre todos los participantes y la senda de tipos para 2020 se presume estable, a raíz de la publicación de las previsiones de cada uno de los representantes de la Fed. En palabras de Jerome Powell, sólo aconsejarían subidas de tipos si vieran un persistente y significativo incremento de la inflación, por lo que en ausencia de esta, parece dar margen para comenzar el año sin preocupación sobre subidas de tipos. Cabe destacar sin embargo, el incremento del balance (más de un 10%) encubierto de la reserva federal con las operaciones para controlar el tipo del repo. Desde mediados de septiembre, se han producido compras de activos por valor de 400 mil millones, en los que muchos (pero no la FED) consideran que se trata de un nuevo programa de compras encubierto (Quantitative Easing).



Resumen de Mercados

Mercado Monetario

Las curvas e indicadores de corto plazo siguen apuntándose desde la última bajada de tipos del mes de septiembre. Las dudas sobre la economía, que alcanzaron su punto álgido en agosto, han dejado paso a una mayor sensación de pausa, sobre todo después de las manifestaciones de los bancos centrales, que no anticipan cambios en el corto plazo. El Euribor a 3 meses cerraba diciembre en -0,36% mientras que el 12 meses lo hacía en niveles de -0,27%

En Estados Unidos, donde tampoco se esperan movimientos de tipos a corto plazo, después de la tercera rebaja de tipos por parte de la FED el 30 de octubre, que dejó el rango de tipos en 1,50%-1,75%, las curvas de Libor han fluctuado durante el mes de diciembre, con algo de tensionamiento hacia final de año.

Renta Fija

El mes de diciembre ha sido testigo de un considerable empinamiento de las curvas, de la mano de la subida en yield de los tramos largos de las curvas. La curva americana, cierra con los mayores niveles de “steepening” del año, cercano a 0,35 puntos básicos. La curva alemana, repunta 15 puntos básicos en este período. Las mejores expectativas económicas, acompañadas de posibles estímulos fiscales (como el anunciado por Japón) hace que las curvas tomen mayor pendiente que en los meses anteriores.

El 10 años americano cierra el año en una yield del 1,9175% mientras que su homólogo alemán lo hace en -0,188%, lejos ya de los mínimos alcanzados en agosto cuando cotizaban por debajo del -0,70%

Este movimiento del bono alemán no fue acompañado por buena parte de los bonos periféricos, que se mantuvieron estables y por tanto se produjo una importante caída de la prima de riesgo. Destaca la estabilidad del bono español donde a pesar de todas las incertidumbres políticas, apenas si ha tenido reflejo en la cotización de nuestro bono a 10 años. El bono portugués, eso sí, sigue cotizando por debajo del español en el único signo de stress relativo de nuestro país frente a sus vecinos.

Por la parte de la deuda corporativa, el movimiento de “Risk-on” del mes de diciembre ha tenido su correspondiente impulso en la cotización de los bonos con más beta y así tenemos subidas cercanas al 2,50% en la renta fija emergente (de la mano

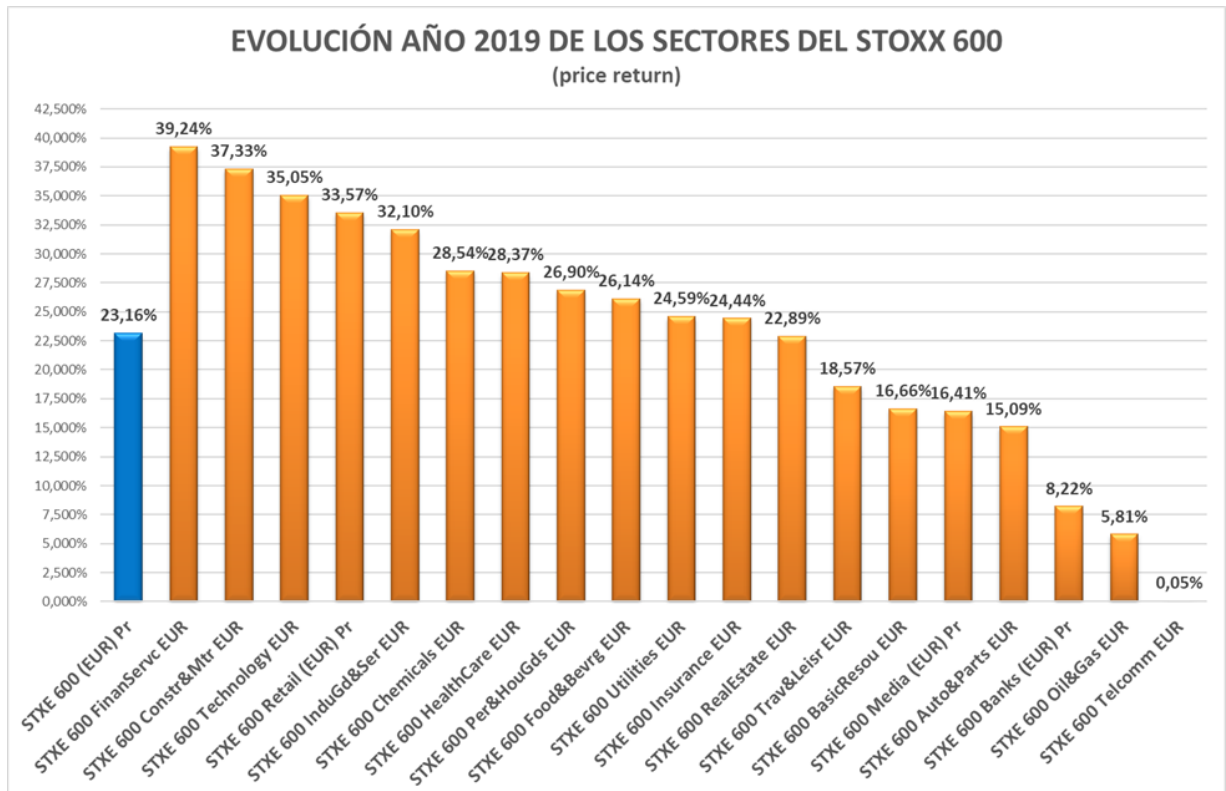
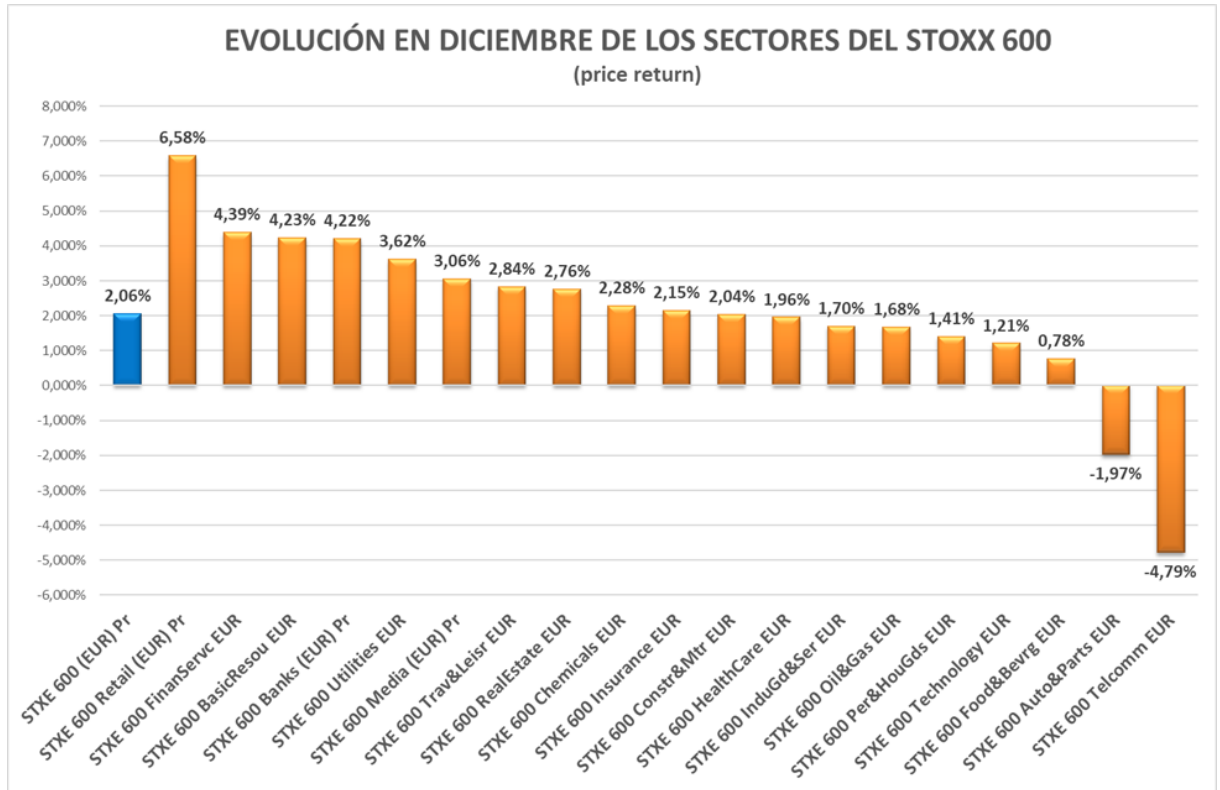
del acuerdo de Fase 1 y de un dólar más débil), subidas por encima del 1,50% en el High Yield americano, y algo menores en el europeo. Los bonos subordinados financieros y AT1 han seguido teniendo un comportamiento alcista y se apuntan subidas cercanas al 1% en muchos casos.

Los activos ligados a inflación han tenido un movimiento algo inferior en este período, aunque también han gozado de rentabilidades positivas entre 40 y 80 puntos básicos en el período.

Renta Variable

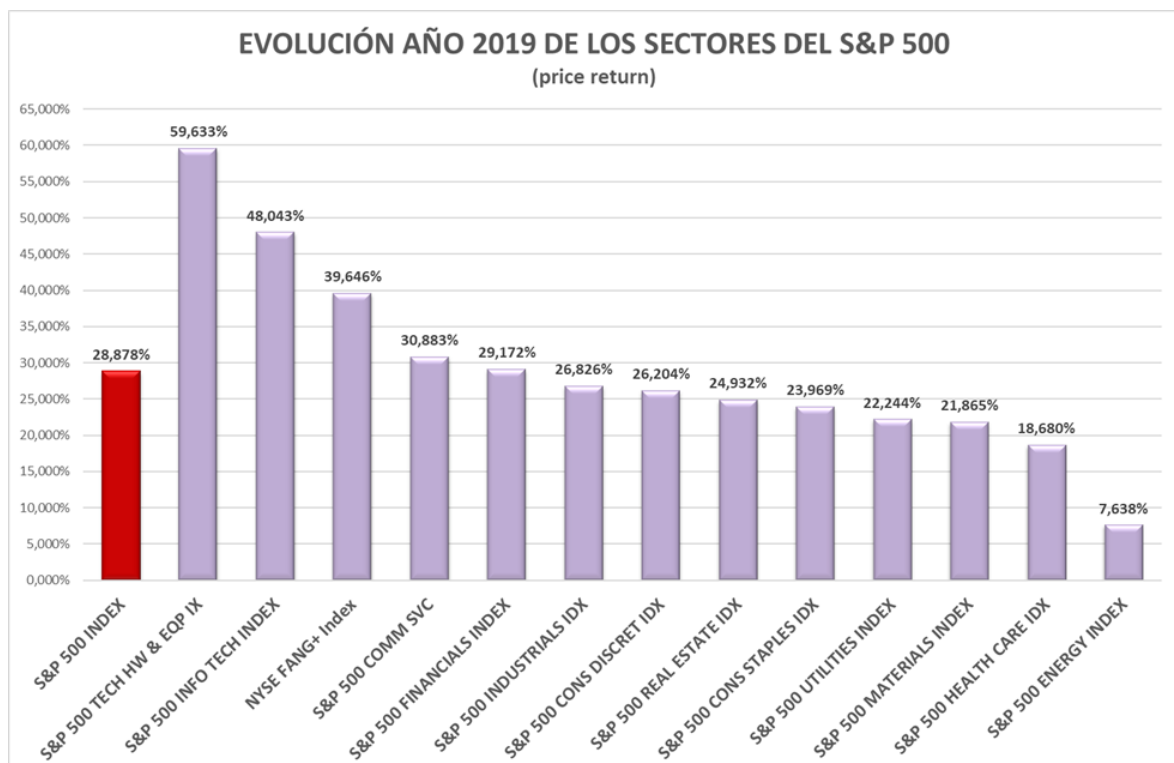
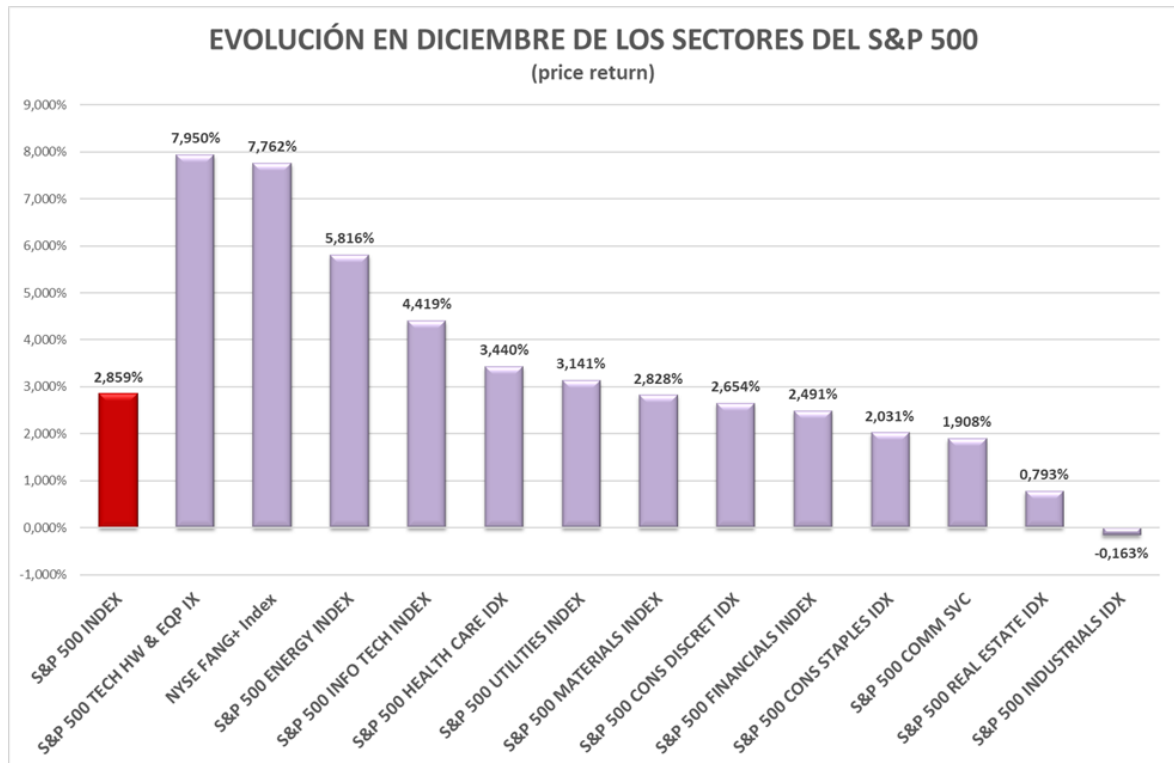
El mes de diciembre deja alzas en las principales plazas bursátiles, sobre todo emergentes, aupadas por el acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. El índice de MSCI de emergentes, en el que china pesa más de un 30% sube por encima del 7% en el mes. Las bolsas de países desarrollados lo hacen con menor virulencia y se apuntan ganancias cercanas al 2%, sobre todo las bolsas americanas donde el S&P sube un 2,86% y el Nasdaq un 3,54%. Las bolsas europeas ganan algo menos, con subidas del 1,12% en el caso del Eurostoxx 50 o del 2,06% del Stoxx 600. El Dax alemán apenas si se revaloriza en este período y sube un escaso 0,10%.

Sectorialmente en Europa, las buenas cifras de ventas aupaban al sector de retail, acciones como Inditex subían un 12% en este período y hacían del subsector el mejor del mes. Peor suerte corría el sector de telecom, que veía lastrada su rentabilidad, sobre todo por caídas en Orange y Telefónica, en las que no convencen sus nuevos planes estratégicos y pierden cerca de un 10% en este período. El siguiente peor sector fue el de autos, donde Daimler caía cerca de un 3,50% y anunciaba recortes de plantilla cercanos a 10.000 empleos en todo el mundo, a los que se suman los 9.500 por parte de Audi (Volkswagen), en plena reconversión del sector por la irrupción del coche eléctrico y los escándalos del diésel.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

En Estados Unidos, de nuevo han sido los sectores de tecnología, dentro del que se encuentran las FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) los que han liderado las subidas. Algunos valores como Tesla, más volátiles, suben más de un 26% en este mes. Al grupo de gigantes de la tecnología se le suma este mes las empresas petrolíferas, al calor de la subida del petróleo y de la salida a bolsa de Aramco. Aún así, ha sido el peor subsector del índice S&P en el año con diferencia.



Materias Primas

El petróleo ha mantenido la tendencia que arrancó en el mes de noviembre, con subidas por encima del 10% en el mes de diciembre. La OPV de Aramco, la mayor petrolera del mundo, propiedad de Arabia Saudí, que ha listado el 1,5% de la compañía en la bolsa de Riad, se completó sin mayores inconvenientes. Revalorizándose en el período un 10,16%. Ayuda también que en la reunión de la OPEP+ (incluyendo Rusia) en diciembre, terminara con un acuerdo de mayor recorte de producción (500 mil barriles que se suman a los 1,2 millones de barriles que se recortaron a comienzos de 2019) en los que serán Rusia y Arabia Saudí los que mayor esfuerzo realizarán en un intento de adecuar la oferta con la demanda proyectada para 2020 y mantener los precios al alza, lo que beneficiará sus ingresos fiscales para el año en curso, compensando la bajada de producción.

En general el resto de commodities han seguido gozando de un buen comportamiento, los metales industriales como el Cobre suben por encima del 5% y el Oro, que sigue aguantando la zona de los 1.500 dólares la onza, termina subiendo un 3,64% en este período. Las materias primas agrícolas también terminan el año con un buen tono, quizá al calor del acuerdo comercial de Fase 1 entre Estados Unidos y el gigante asiático.

Divisas

Después de la mejora en la cotización del euro y la libra con las negociaciones del Brexit y la convocatoria de elecciones de la mano de Boris Johnson, la victoria conservadora el jueves 12 de diciembre, provocó una fuerte apreciación de la libra de un 1,29% aunque por momentos alcanzó a la cotización de 1,35 dólares por libra esterlina. Sin embargo, la posibilidad de que Boris Johnson intente aprovechar su amplia mayoría para forzar la mano negociadora con la UE hizo que cambiaran las sensaciones y la libra perdió buena parte de lo ganado en los días anteriores. Finalmente cerró el mes en 1,325 apreciándose un 2,50% frente al dólar. El Euro, también se apreció un 1,77% en el período y se queda cotizando en la zona de 1,12 dólares por euro. En general, el mes resultó en debilidad del dólar frente a la mayoría de divisas mundiales.

Renta Variable			
RV Large		Diciembre	2019
MSCI AC World Local	Mundial	2.56%	23.70%
MSCI ACWI USD	Mundial	3.39%	24.05%
S&P 500	EEUU	2.86%	28.88%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	2.51%	23.23%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	2.93%	34.68%
Eurostoxx 50	Eurozona	1.12%	24.78%
DJ STOXX 600	Europa	2.06%	23.16%
IBEX 35 INDEX	España	2.11%	11.82%
DAX INDEX	Alemania	0.10%	25.48%
CAC 40 INDEX	Francia	1.23%	26.37%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	2.67%	12.10%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	1.18%	25.95%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	1.29%	15.21%
RV Emergentes		Diciembre	2019
MSCI Emerging Markets	Emergentes	7.17%	15.42%
RV Small		Diciembre	2019
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	2.71%	23.72%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	3.67%	26.01%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	0.96%	18.22%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	3.61%	18.18%
Materias Primas			
Goldman Sachs Commodity	Global	6.99%	17.63%
Petroleo [Contado,USD]	Global	8.28%	24.92%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	3.64%	18.31%

FUENTE: Bloomberg, Welzia Management

Renta Fija			
RF Gobierno		Diciembre	2019
AFI Repo 1 Día	Repo	-0.04%	-0.44%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	-0.02%	0.28%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	-0.73%	5.98%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	-0.07%	8.72%
RF Corporativa Investment Grade		Diciembre	2019
Corporate IG Euro	Euro	-0.06%	6.29%
Corporate IG USA	USA	0.34%	17.27%
RF Emergentes		Diciembre	2019
JPMorgan EMBI Global	Emerg	1.88%	14.42%
RF High Yield		Diciembre	2019
High Yield Euro	Euro	1.59%	5.53%
High Yield USA	USA	1.95%	14.65%
Convertibles		Diciembre	2019
Conv. Global	Global	1.75%	12.54%
Conv. Europa	Emerg	0.45%	7.62%
Gestión Alternativa			
HFRX Global Hedge Fund	Global	1.22%	8.62%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	0.74%	5.33%
Divisas (vs EUR)			
USD	EEUU	-1.74%	2.27%
JPY	Japón	-0.88%	3.29%
GBP	Reino Unido	0.75%	6.26%
CHF	Suiza	1.50%	3.87%

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 mejores momentos de compra de activos de riesgo.
RF Gobierno		El miedo a la recesión en Estados Unidos se ha ido rebajando y los bonos rebotan hacia niveles de yield menos agresivos. Las curvas se han ido empujando de la mano de la subida de yields de los bonos de largo plazo. Sigue siendo uno de los activos más caros en términos absolutos del mercado, pero sigue teniendo sentido como diversificador en carteras mixtas.
RF Corporativa IG		El activo sigue siendo poco atractivo por el nivel de tipos absoluto y la compresión de spreads que se ha ido produciendo durante el año. Dado el punto de ciclo en el que estamos, parece difícil que pueda producirse un mayor estrechamiento de los mismos, aunque seguirán soportados por el programa de compras del BCE.
RF High Yield		La búsqueda de yield en un entorno de tipos bajos sigue haciendo atractivo al activo, pero sólo apostamos por él en las carteras diversificadas de renta fija y recomendamos cautela ante un posible repunte del riesgo de crédito o de un sell-off de equity con el que mantiene una alta correlación.
RF Emergente		La aparente calma en la guerra comercial y la debilidad del dólar han hecho de la renta fija emergente uno de los mejores activos del mes de diciembre. De continuar esta tendencia, y sin una fuerte inflación que obligue a endurecer políticas monetarias, será un interesante generador de income, dada su alta tasa de retorno en comparación con otros bonos de países desarrollados.
Gestión Alternativa		Es necesario tener una buena diversificación entre estrategias muy diversas, ya que si no podríamos obtener correlaciones no deseadas con el mercado.
Renta Variable		Los índices celebran el final del año y la rebaja de las incertidumbres con fuertes alzas, de la mano del incremento de múltiplos. Las expectativas de beneficios siguen por encima de lo que cabría esperar en un año de crecimiento modesto. Atentos a los posibles recortes que se puedan producir en las próximas semanas, después de meses con poca volatilidad. Recomendamos incrementar coberturas.
RV Emergente		Si los acuerdos entre Estados Unidos y China se completan y la debilidad del dólar toma forma, el activo debería ser uno de los más favorecidos. A su favor juega unos niveles de valoración más contenidos, que la hacen atractiva desde el punto de vista comparativo frente a las bolsas americanas.
Materias Primas		En este caso, puede ser un activo residual pero que diversifique el retorno de la cartera. El Oro se ha mantenido cerca de los niveles máximos del año y podría ceder si no hay una caída del equity o se produjera un repunte de los tipos reales.

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 Patrimonio FI (Welzia Corto Plazo)

El fondo Welzia Patrimonio, F.I. cierra un mes de diciembre plano en un mes en el que las yields de la renta fija en los plazos más cortos cierran ligeramente al alza y finaliza el año 2019 con una rentabilidad del 1,00%.

El mes de diciembre no nos trae grandes modificaciones por parte de las políticas de los bancos centrales y, sin embargo, si nos dejó un enfriamiento de las expectativas de más bajadas de tipos, al menos por parte de la Fed que es quien está marcando tendencia. Actualmente las probabilidades de bajadas adicionales de tipos se han enfriado hasta el punto de que el caso de una sola bajada adicional en 2020 el mercado no llega a asignar probabilidades ni cercanas a un 40%.

Entre los bonos que más rentabilidad nos han distraído en el mes tendríamos, por un lado, los emisores alemanes, debido a que la curva alemana sí que habría sufrido mayores subidas en yield en los cortos plazos. Por otro lado, algunos bonos de comunidades autónomas con vencimientos próximos que habrían acelerado pérdidas por la proximidad a su amortización.

Mantenemos un alto porcentaje de liquidez en busca de oportunidades de compra, entre las que cuentan emisiones de nuevo pagarés con TIR positiva. La duración al cierre del mes de diciembre estaría en torno a 0,80 años. Dentro de la cartera contamos con una alta composición en bonos del sector financiero, ya que aún sigue siendo el sector que presenta un spread atractivo respecto a gobiernos e incluso respecto a otros corporativos. Los bonos flotantes son otra de nuestras apuestas más relevantes, a pesar de las expectativas de bajadas de tipos, no hemos reducido la exposición a estos bonos por los diferenciales atractivos frente a Euribor. Nuestra principal apuesta sería sobre todo la parte de financieros, que concentraría un 22% del patrimonio, seguido de Consumo con un 21% y de Gobiernos y Agencias con un 17%.

Welzia Ahorro 5 FI

Durante el mes de diciembre, el fondo acumuló una rentabilidad positiva del 0,69% y finaliza 2019 con un rendimiento anual de 5,60%. El fondo mantuvo su nivel de inversión respecto al mes anterior, tanto en renta fija como renta variable. El nivel de renta variable se situó en el 22,5% durante la primera parte del mes, en la segunda parte se realizaron coberturas que llevaron la exposición neta en renta variable hasta el 19%. La asignación geográfica de la renta variable se encontró en línea con los pesos de MSCI World.

Respecto al resto de los activos, el fondo se mantuvo invertido en los activos de renta fija de alto rendimiento, en el caso de renta fija de gobiernos emergentes en el 7,5% y en renta fija 'high yield' de países desarrollados en el 5%. Respecto a las posiciones en renta fija de gobierno de países desarrollados, el fondo mantuvo la duración cubierta en este activo. De forma general, las coberturas en duración se realizan empleando bonos de gobierno alemán y estadounidense. El peso en renta fija se ha situado en el 67,5%, sin tener en cuenta las coberturas de duración.

La rentabilidad positiva en el mes se debe tanto al comportamiento de la renta fija como de la renta variable. Durante el mes prácticamente todos los activos invertidos avanzaron de forma significativa, con la excepción de la renta fija gobierno de países desarrollados.

Welzia Flexible 10 FI

Durante el mes anterior, el fondo Welzia Flexible 10 ha acumulado una rentabilidad positiva del 1,00%, la rentabilidad de 2019 se situó en el 9,77%. El fondo mantuvo su nivel de renta variable en el 50% durante la primera parte del mes. En la segunda parte, se adquirieron coberturas por un 5% de la cartera dejando la exposición neta en el 45%.

Respecto al resto de los activos, el fondo mantuvo posiciones en los activos de renta fija con alto rendimiento como renta fija de gobiernos emergentes y renta fija 'high yield' de países desarrollados. El fondo ha mantenido una exposición inferior a renta fija de gobiernos desarrollados durante el mes.

La rentabilidad positiva en el mes se debe al buen comportamiento de la renta variable global. La parte invertida en renta fija aporta rentabilidad adicional al fondo.

Welzia World Equity FI (Welzia Crecimiento 15)

Durante el mes de diciembre, el fondo consigue una rentabilidad de un 2,10% cerrando el año 2019 con una rentabilidad total de un 20,97%. En este mes, el fondo se ha comportado ligeramente peor que su índice de referencia (MSCI ACWI Eur Hedge), dejándose tan solo un 0,13% de subida frente a él.

En cuanto a la evolución de los activos, a mediados de mes, se incrementó un 2% la exposición a países emergentes, que llevaba infra ponderada desde verano. Por el lado contrario, se redujo un 2% la exposición a EEUU. Esta variación de la cartera viene motivada principalmente por el diferencial que se ha visto en el comportamiento entre ambas regiones, bien por la guerra comercial, bien por la fortaleza del USD frente a divisas emergentes, bien por las tensiones en Hong Kong, no obstante, creemos que estos factores negativos van teniendo menos peso sobre el activo.

El activo que peor se ha comportado en el mes han sido la estrategia de pequeñas empresas de EEUU con sesgo a tecnología y a healthcare, siendo la única que acababa en negativo (-1,43%). Por otro lado, los mayores contribuidores han sido los fondos con sesgo a calidad y a value.

Welzia Global Opportunities FI

Durante el mes de diciembre el fondo se ha revalorizado un 1,30% cerrando el año 2019 con una rentabilidad del 18,96%. Frente a su índice de referencia, se ha comportado un poco peor, cediendo un 0,77% frente al MSCI World EUR Hedged.

Las carteras europea y norteamericana han estado por debajo de sus referencias, perjudicadas por un sesgo más defensivo. En el mes de la resolución parcial de la guerra comercial, las acciones que más han aportado al fondo han sido el fabricante de semiconductores Micron Tech (+13%) y el gigante tecnológico Apple (+9,88%).

Por el lado negativo, las mayores caídas las hemos visto en compañías que presentaban resultados, como Darden Restaurants (-8% en el mes); y también en compañías del sector teleco en Europa, como la belga Proximus (-6,8%).

En cuanto a operaciones en el mes, abrimos una posición del 1% en un ETF de medianas compañías británicas, esperando que la resolución del Brexit despeje incógnitas y el mercado comience a reconocer la buena situación fundamental de es-

tas compañías. Además consolidamos ganancias en la apuesta corta en bonos gobierno alemán y americano. Durante las últimas semanas del mes, aumentamos un 3% la exposición a renta variable, pero acompañamos esta subida con la compra de opciones de cobertura a seis meses, aprovechando la baja volatilidad.

Encaramos el año 2020 con una exposición a la renta variable del 95%; con una exposición a USD del 10%.

Welzia Global Financials FI

El Fondo Welzia Global Financials acumula una rentabilidad en el año del 18,75%. La rentabilidad del fondo durante el mes de diciembre fue de un 1,63% frente a 2,92% que aportó su índice de referencia.

Un mes marcado por la rentabilidad de los bancos, que vieron reflejado en sus cotizaciones la reducción de expectativas de bajadas de tipos de interés por parte de los bancos centrales. El mejor comportamiento vino del índice Stoxx 600 Banks que subía en el mes un +4,22% seguido del KBW Regional Banks que subía un +4,02%, este último remarca especialmente como los bancos celebran que las bajadas de tipos queden congeladas por el momento, debido principalmente a que los bancos regionales son los que mayor sensibilidad tienen a las subidas o bajadas de los tipos de interés de referencia. El subsector de Fintech se quedaba atrás en diciembre, permaneciendo prácticamente plano, lo que nos perjudica claramente frente a nuestro índice de referencia debido principalmente a que éste no tendría exposición a este subsector. A pesar de eso, no debemos olvidar que este subsector ha aportado rentabilidad en el acumulado del año 2019 cercanas al 35%.

El fondo permanece invertido en bancos, especialmente en Estados Unidos, que es nuestra zona con mayor ponderación, suponiendo aproximadamente el 60% de la inversión del fondo, seguido de la Zona Euro que alcanzaría el 28% de la inversión.

En cuanto al comportamiento de los activos, por el lado positivo, destacaríamos las subidas de Citigroup que subía un 6,35%, de JPMorgan que subía 5,80% y de Raiffeisen Bank que subía un 5,07%. Por el lado negativo, destacamos especialmente el mal comportamiento de los bancos canadienses que se ven fuertemente penalizados en el mes por una publicación de resultados más débiles de lo esperado por el mercado.

Welzia Global Flexible FI

Durante el mes de diciembre el fondo se ha revalorizado un 0,39% cerrando el año 2019 con una rentabilidad del 5,16%.

Durante el mes, la cartera del fondo ha estado invertida en su versión positiva, es decir, un 52% en renta variable global y un 35% en renta fija gobierno, además mantiene una exposición a USD del 40%. El indicador utilizado para ajustar la cartera al ciclo económico y a las condiciones del mercado se encuentra en terreno positivo, lo que permite al fondo invertir en su cartera de mayor exposición a mercado.

Fondo	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Año	2018	2017	2016	2015	
Fondo Renta Fija Corto Plazo								
Welzia Corto Plazo	11.06	0.00%	1.00%	-1.13%	0.26%	-0.82%	-0.20%	0.80%
Fondos gestionados por Riesgo								
Welzia Ahorro 5	11.11	0.69%	5.60%	-10.87%	5.02%	0.26%	-2.00%	2.15%
Welzia Flexible 10	9.76	1.00%	9.77%	-12.20%	7.70%	-2.39%	-2.54%	4.27%
Welzia World Equity	13.19	2.10%	20.97%	-14.58%	12.94%	1.15%	-0.16%	8.63%
Fondos Temáticos								
Welzia Banks	7.09	1.63%	18.75%	-18.58%	11.29%	-4.21%	6.35%	10.82%
Welzia Global Opportunities	12.23	1.30%	18.96%	-17.90%	7.45%	7.06%	-0.15%	9.40%
Welzia Global Flexible	88.22	0.39%	5.16%	-12.85%	3.48%	-3.37%	-4.76%	-

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

Datos a 31 de diciembre 2019

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management



Evolución SICAVs Welzia

Sicav	Valor	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Acumulado 2019	2018	2017	2016	2015	
Sicav 1	13.26	1.85%	25.53%	-19.48%	11.62%	1.38%	9.28%	10.59%
Sicav 2	12.60	1.29%	29.80%	-21.75%	11.82%	2.80%	5.22%	11.34%
Sicav 3	4.95	1.31%	19.96%	-16.85%	7.24%	3.42%	0.93%	7.71%
Sicav 4	7.13	0.50%	12.57%	-7.16%	11.61%	5.26%	-	6.12%
Sicav 5	9.78	0.77%	4.89%	-7.33%	5.67%	-0.44%	5.22%	3.48%
Sicav 6	23.06	1.71%	28.99%	-8.85%	10.12%	6.14%	0.41%	12.97%
Sicav 7	10.63	0.78%	14.77%	-13.57%	11.63%	-	-	8.00%
Sicav 8	4.40	1.13%	5.13%	-15.79%	-0.16%	-	-	-
Sicav 9	6.51	-0.96%	11.35%	-0.37%	-1.75%	3.44%	-	-

Datos a 31 de diciembre 2019

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management



Tema del Mes:

VISIÓN 2020

Los retornos del año que finaliza son fruto de la recuperación extraordinaria de los mercados, después de las fuertes caídas del año anterior. Un movimiento dicotómico, de recuperación en “V” basado principalmente en impulsos monetarios y expansión de múltiplos que nos devuelve en términos de mercados a la casilla de salida con respecto al año 2018; Y que nos enseña la importancia de mantener la calma y la cordura y no realizar movimientos agresivos de desinversión en aquellos instantes en los que los miedos dominan los mercados.

Si nos centramos en los fundamentales, los miedos a un menor crecimiento en un entorno de final de ciclo, después de 10 años de crecimiento ininterrumpido en Estados Unidos, se han ido cumpliendo; no obstante, la desaceleración ha sido más suave de la esperada gracias a la fortaleza del empleo, los servicios y el consumo privado. La economía mundial ha pasado a crecer al menor ritmo de la última década, se ha llegado a tratar con rigor la posibilidad de que la economía americana entrase en recesión y, sin embargo, cerramos el año con nuevos máximos históricos en los índices bursátiles americanos. Una buena muestra de que los fundamentales y los movimientos de los mercados financieros no siempre van de la mano.

Buena parte del mérito de la recuperación de los activos ha sido el movimiento contundente desde el punto de vista monetario: la Reserva Federal norteamericana, lejos de seguir con la senda de subida de tipos prevista a mediados del año pasado, los ha rebajado en 75 puntos básicos como medida de seguro ante el incremento de las incertidumbres. El resto de bancos centrales a nivel mundial ha tomado el mismo camino y se ha producido una nueva vuelta de tuerca en cuanto a tipos negativos, programa de compras de activos y en general, un impulso monetario, que parece aproximarse a sus límites y, en el caso de Europa, a provocar mayores disensiones y dudas sobre la efectividad de dichas medidas.

Los mercados se han visto aupados por varios catalizadores: por una parte, un elevado nivel de liquidez, generado por el impulso monetario de bancos centrales que favorecen la búsqueda de activos de riesgo. Y por otra parte, el exceso de cautela y de bajo nivel de inversión por gran parte del mercado también ha contribuido a que se hayan ido añadiendo posiciones a medida que las bolsas se han ido recuperando,

sobre todo en la última parte del año donde se han ido diluyendo alguno de los riesgos más palpables en los últimos meses. Por un lado, el crecimiento americano se aleja de la recesión, la opción de un Brexit desordenado parece descartarse y nos queda por último el posible acuerdo entre Estados Unidos y China en cuanto a la guerra comercial. La sensación generalizada es que finalmente, el tan anunciado acuerdo de Fase 1 se firmará en las primeras semanas de enero, y se diluirá algo la retórica agresiva para facilitar la reelección de Trump en las elecciones presidenciales de noviembre de 2020, aunque si algo hemos aprendido es que Trump nos puede sorprender en cualquier momento.

En otro orden de cosas, me gustaría destacar que uno de los mayores cambios de paradigma de estos últimos dos años ha sido el incremento de la correlación de los activos, ya que bolsas y bonos han subido al unísono, incluso en momentos de mayor tensión. Las rentabilidades de los activos de crédito más arriesgados llegan en algún caso a superar el doble dígito, al igual que los bonos de mayor duración, que durante momentos del verano de 2019 llegaron a cotizar valores extremos de recesión. Esto sitúa a la renta fija en un delicado momento de tipos mínimos y spreads de crédito bajos, que la hace particularmente poco atractiva per se y difumina su capacidad diversificadora de cara al futuro.

Lo cual nos lleva a la casilla de salida de los bancos centrales, cuyas actuaciones, en algunos casos agresivas, como es la implantación de tipos negativos y programas de compras de activos, hace que se creen distorsiones en el valor de los activos, penalizando al ahorrador conservador y provocando un desplazamiento en los niveles de riesgo de los agentes económicos, que cuentan en su esquema de inversión con esa “put” del banquero central que acude a los mercados para apagar los incendios provocados por las dudas económicas, con la misión de garantizar que no se endurezcan las condiciones de financiación de las empresas y que no se malogre ese mecanismo de efecto riqueza que influye en el consumo de los hogares.

¿Tiene sentido que economías que crecen a ritmos cercanos al potencial, con bajos niveles de desempleo, en algunos casos no vistos desde hace décadas, necesiten de programas de compras de activos, tipos negativos e incluso, como ocurre en las últimas semanas, actuaciones para sobreponer tensiones en los mercados de repo americanos?

Vista la incapacidad de estas medidas de anclar las expectativas de inflación, que siguen a la baja en un mundo en el que la tecnología y la demografía quizá esté jugando un factor determinante, cada vez más voces se unen a favor de una expansión fiscal que actúe de forma paralela para lograr un mejor mix de políticas de crecimiento. Desde luego, no muchos países cuentan con margen para un gran impulso

fiscal, dados sus altos niveles de deuda ya existente (caso de los países periféricos), dada su nula propensión al gasto (en el caso de Alemania) o, como en el caso de Estados Unidos, un déficit fiscal ya muy pronunciado. La rebaja fiscal de Trump ya generó dicho impulso y como consecuencia ha provocado en época de bonanza y pleno empleo, déficits cercanos al 4,5% en 2019; por lo que una fuerte expansión fiscal añadida (o plan de infraestructuras) se antoja complicada en este momento del ciclo.

Una de las preguntas más importantes que debemos hacernos es, si todo el intervencionismo económico ha fluido hacia los mercados financieros haciendo que estos sean más robustos, permitiendo que el ciclo económico continúe por más años, o por el contrario los ha debilitado haciéndolos más propensos a nuevas crisis forzadas por excesos de valoración. Dado que ninguna crisis se parece a otra, aunque como reza el dicho atribuido a Mark Twain “la historia no se repite, pero rima”, no es de esperar una crisis financiera parecida a la de 2008, pero sin duda los excesos se enjuagarán con pérdidas en el futuro que generarán grandes oportunidades de inversión. Uno no puede ser oráculo de tempestades ya que estas raramente se presentan; cada pequeño bache de la bolsa americana ha supuesto desde hace años una buena oportunidad de compra para aquellos dispuestos a asumir riesgo. 2018 fue un claro ejemplo de ello y de cómo la gestión tiene que ser ágil y aprovechar los momentos de volatilidad para posicionarse.

ESCENARIO CENTRAL:

Afrontamos un nuevo año, borrón y cuenta nueva, con un horizonte quizá más despejado de dudas, pero con valoraciones más exigentes, pendientes de que se cumplan unos objetivos de beneficios que no se han alcanzado en el año que termina y con un nivel de apreciación de los activos escalón por encima de la media de los últimos años, lo que hace que muchos dibujen un menor potencial a los activos de riesgo para el año que comienza. Desde luego, será muy difícil alcanzar los retornos de 2019 en la mayoría de los activos, especialmente en renta fija y será más necesario que nunca una gestión activa y aprovechar el actual momento de baja volatilidad en el mercado para realizar coberturas de cartera que mitiguen los posibles incrementos de volatilidad que se producirán durante el año.

Partiendo del análisis macro dibujado por los grandes organismos oficiales, bancos centrales, OCDE, FMI, etc. Podemos inferir que el crecimiento mundial en

2020 será bajo, posiblemente uno de los menores de los últimos años, sobre todo para los países desarrollados. Dicho esto, parece que los miedos de recesión han retrocedido y que existe cierta mejora cíclica en el horizonte, con mayor potencial una vez despejadas las incertidumbres políticas de 2019.

	Meeting date	2019	2020	2021	2022	Longer run
Real GDP	Mar '19	2.1	1.9	1.8		1.9
	Jun '19	2.1	2.0	1.8		1.9
	Sep '19	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	Dec '19	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
Unemployment rate	Mar '19	3.7	3.8	3.9		4.3
	Jun '19	3.6	3.7	3.8		4.2
	Sep '19	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
	Dec '19	3.6	3.5	3.6	3.7	4.1
Core PCE inflation	Mar '19	2.0	2.0	2.0		2.0
	Jun '19	1.8	1.9	2.0		2.0
	Sep '19	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
	Dec '19	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0

Source: Federal Reserve Board, J.P. Morgan

ECB staff forecast for growth and inflation

	GDP				HICP				Core HICP			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Dec 17	1.9	1.7	-	-	1.5	1.7	-	-	1.5	1.8	-	-
Mar 18	1.9	1.7	-	-	1.4	1.7	-	-	1.5	1.8	-	-
Jun 18	1.9	1.7	-	-	1.7	1.7	-	-	1.6	1.9	-	-
Sep 18	1.8	1.7	-	-	1.7	1.7	-	-	1.5	1.8	-	-
Dec 18	1.7	1.7	1.5	-	1.6	1.7	1.8	-	1.4	1.6	1.8	-
Mar 19	1.1	1.6	1.5	-	1.2	1.5	1.6	-	1.2	1.4	1.6	-
Jun 19	1.2	1.4	1.4	-	1.3	1.4	1.6	-	1.1	1.4	1.6	-
Sep 19	1.1	1.2	1.4	-	1.2	1.0	1.5	-	1.1	1.2	1.5	-
Dec 19	1.2	1.1	1.4	1.4	1.2	1.1	1.4	1.6	1.0	1.3	1.4	1.6

Source: ECB, J.P. Morgan

Las bajadas de tipos a nivel global en los últimos meses se terminarán filtrando a la economía con un cierto retraso y la cierta laxitud fiscal que los acompaña puede añadir algún viento de cola para beneficiar las economías durante 2020. Las mayores subidas en crecimiento se esperan en mercados emergentes, donde el final de la guerra comercial podría producir un incremento de la inversión.

Con un crecimiento modesto, los beneficios empresariales seguirán siendo positivos, pero tendrán menos apoyo para seguir creciendo, al menos no al ritmo estimado actualmente (cercano al 10%) por lo que será difícil seguir viendo expansión en múltiplos, sobre todo en la bolsa americana, donde ya estamos cercanos al máximo alcanzado en 2017 (aproximadamente 18x beneficios esperados). En un marco de año electoral americano, con riesgos puramente idiosincráticos americanos (impeachment e incertidumbre electoral) y con cierto rebote macro en emergentes, del que, tanto las bolsas de países emergentes como las europeas, se beneficiarían gracias a su sesgo más exportador, podría hacer que se produjera algo de compresión de múltiplos entre estados unidos y Europa / EM.

Los bonos de gobierno en este entorno seguirían de alguna manera goteando a la baja, subiendo poco a poco en rentabilidad (cayendo en precio) salvo que se produjera algún sobresalto en términos de inflación, lo cual es habitual cerca de final de ciclo y con pleno empleo, aunque no estimamos que esto pueda ocurrir como escenario central.

Por la parte de bonos corporativos, que han disfrutado de un año excelente, en el que las revalorizaciones han sido extraordinarias, es de esperar que 2020 nos ofrezca un poco más de moderación en los retornos. Las curvas base no deberían tener grandes movimientos salvo escenarios más estresados y los spreads de crédito en

algunos activos están cerca de mínimos históricos. Mientras dure el programa de compras del BCE habrá colchón para los bonos corporativos europeos, pero activos más arriesgados tipo High Yield seguirán más la evolución bursátil y ofrecerán más retorno vía carry, que por apreciación de capital. En una década donde los tipos bajos han mantenido las tasas de default en mínimos, merece la pena mantener una visión cauta en este activo y de alguna manera incrementar la calidad de la cartera para evitar que un cambio de ciclo nos encuentre con mucho lastre en las bodegas.

El dólar, imposible de predecir, parece en el último lustro bastante apreciado frente al euro (basándonos en estudios de paridad del poder adquisitivo), y actualmente se encuentra en un estado de máxima apreciación contra la mayoría de las divisas mundiales. Las dudas idiosincráticas sobre la política norteamericana, un presidente Trump enfrentado a la Fed por la fortaleza del dólar quizá motiven algo de debilidad en la divisa, lo que a su vez daría un impulso a una visión de mayor fortaleza de bolsas internacionales frente a bolsas americanas. Esto sería especialmente positivo para los países emergentes. Niveles significativos como 1,15 frente al euro podrían ser objetivos fácilmente alcanzables en 2020.

Sectorialmente sí que pueden producirse rotaciones importantes durante el año, al igual que se han producido durante 2019. Los drivers vendrían del lado de las yields de los bonos; necesitaríamos ver mayores subidas en rentabilidad para ver una mejora value realmente fuerte, con alzas en sectores como bancos, y en ese caso se producirían tomas de beneficios en sectores más bond-proxies que en algunos casos han estado muy soportados por las caídas en rentabilidad de los bonos, las curvas invertidas y los miedos de recesión. No sería descartable cierta recuperación de sectores más cíclicos o ligados a la exportación, autos entre otros, si finalmente se cumple el escenario de mejor empeño macro.

RIESGOS:

Parfraseando a Donald Rumsfeld, secretario de defensa de los Estados Unidos, que en 2002 hizo una reflexión muy sincera: *< Los riesgos conocidos no son los importantes, son aquellos riesgos que no conocemos, los que verdaderamente son preocupantes >*, son por tanto los “unknown unknowns” (también llamados cisnes negros) los que pueden hacer descarrilar un mercado muy complaciente y es que los mercados aborrecen las incertidumbres.

En cuanto a los riesgos ciertos, tenemos un listado de sobra conocido: la guerra comercial entre EEUU y China, los miedos a un posible final de ciclo y de una posible recesión, las dudas electorales americanas, con el proceso de impeachment y las elecciones en noviembre de 2020. En Europa continúa la posibilidad todavía de un

Brexit desordenado. A nivel general nos encontramos con unos niveles de valoración excesivos y una elevada concentración de inversiones en determinados sectores. Y, por último, la posibilidad de retirada de estímulos de los bancos centrales, o la pérdida de credibilidad de los mismos por un repunte inesperado de inflación.

Es por ello que la máxima con la que Welzia Management afronta la gestión durante 2020, sea la de mantener una actitud vigilante, con una adecuada diversificación, un buen mix de asset allocation, una correcta selección de valores (con nuestro sistema Trifactor) y un estricto control de riesgo, que permita aprovechar con agilidad los distintos momentos de mercado.



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	3.00
	Estados Unidos	2.90	1.90	2.40	2.40	1.60	2.30	2.90	2.30
	Union Europea	1.20	-0.40	0.90	1.50	1.70	2.50	1.80	1.20
	Japón	1.70	1.70	0.20	0.60	1.00	1.60	0.70	0.90
	Reino Unido	1.10	1.80	2.60	2.20	2.00	1.70	1.40	1.30
	Suiza	1.00	1.90	1.90	0.80	1.40	1.00	2.60	0.80
	Alemania	0.50	0.50	1.60	1.50	1.85	2.50	1.50	0.50
	Francia	1.40	0.30	0.40	1.10	1.10	1.90	1.50	1.30
	Italia	0.30	-1.90	-0.40	0.70	0.90	1.50	0.80	0.20
	España	1.90	-1.25	1.30	3.20	3.20	3.10	2.50	2.00

		EMERGENTES							
		Último* ₂	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (E)
	Agregado Emerg.	4.47	5.40	5.10	4.70	3.74	4.70	4.97	4.37
	Brasil	1.19	2.20	0.05	-3.70	-3.50	1.00	1.22	1.10
	Rusia	1.70	1.30	0.50	-3.70	-0.50	1.50	1.80	1.20
	India	5.30	5.10	4.70	7.35	7.50	6.30	7.40	5.55
	China	6.00	7.70	7.40	6.90	6.70	6.90	6.60	6.10

		IPC (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (E)
	Estados Unidos	2.10	1.50	1.60	0.10	1.30	2.10	2.40	1.80
	Union Europea	1.26	1.40	0.40	0.00	0.20	1.50	1.70	1.20
	Japón	0.50	0.40	2.70	0.80	-0.10	0.50	1.00	0.55
	Reino Unido	1.50	2.60	1.50	0.00	0.70	2.70	2.50	1.80
	Suiza	0.20	-0.20	0.00	-1.10	-0.40	0.50	0.90	0.40
	Alemania	1.50	1.60	0.80	0.10	0.45	1.70	1.90	1.40
	Francia	1.40	1.00	0.60	0.10	0.25	1.20	2.10	1.30
	Italia	0.10	1.30	0.20	0.10	-0.10	1.30	1.20	0.70
	España	0.80	1.50	-0.10	-0.60	-0.40	2.00	1.70	0.80

		EMERGENTES							
		Último	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (E)
	Brasil	3.27	6.20	6.30	9.00	8.75	3.40	3.70	3.70
	Rusia	3.00	6.80	7.80	15.60	7.10	3.70	2.90	4.50
	India	8.61	6.10	7.20	6.15	4.90	4.50	4.07	3.60
	China	4.50	2.60	2.00	1.40	2.00	1.60	2.10	2.80

		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	238.20	-2.5	-5.0
	Reino Unido	88.10	89.00	92.20	87.00	83.30	-1.9	-1.4
	Suiza	34.70	34.40	34.10	42.80	29.30	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	72.22	-8.9	-7.3
	Rusia	13.40	9.40	13.70	17.40	13.50	-1.7	2.6
	India	51.70	52.40	52.30	69.80	68.30	-4.0	-3.6
	China	14.90	15.30	20.10	47.80	50.50	-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	3792.44	1.37%	28.14%	8.31%	8.26%	20.48%	3.45	3,690,635
FTSE 100	7594.34	0.70%	14.98%	5.96%	7.43%	18.37%	4.50	2,641,188
SWISS MKT	10661.97	0.42%	26.82%	11.80%	6.66%	25.08%	3.21	1,309,327
DAX	13484.24	1.78%	23.78%	5.25%	6.92%	25.01%	3.06	1,375,089
CAC 40	6036.06	1.10%	29.61%	10.69%	11.16%	21.62%	3.32	2,053,380
FTSE MIB	24025.20	2.21%	30.66%	11.11%	9.33%	14.47%	4.22	592,543
IBEX 35	9579.70	0.57%	13.14%	4.29%	3.77%	15.58%	4.54	668,373

Value	119.48	0.88%	18.09%	5.35%	5.75%	15.71%	5.02	6,076,378
Growth	157.29	0.57%	30.05%	10.93%	9.48%	29.26%	2.26	6,637,794

Large	3792.44	1.37%	28.14%	8.31%	8.26%	20.48%	3.45	3,690,635
Small	493.24	-0.05%	21.61%	9.21%	10.86%	69.77%	2.88	1,999,110

BOLSAS ESTADOS UNIDOS								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
S&P 500	3269.96	1.27%	29.05%	15.21%	12.11%	21.87%	1.90	28,056,072
DOW JONES	28950.24	1.50%	24.20%	16.04%	13.00%	19.92%	2.34	8,220,923
NASDAQ	8989.13	2.96%	37.67%	22.73%	17.71%	28.46%	1.02	10,136,370

Value	1281.50	-0.24%	27.59%	11.16%	9.74%	17.39%	2.67	18,172,371
Growth	1983.78	1.63%	29.11%	18.47%	13.87%	27.85%	1.24	19,216,354

Large	3269.96	1.27%	29.05%	15.21%	12.11%	21.87%	1.90	28,056,072
Small	1668.63	0.03%	17.63%	8.57%	8.55%	38.98%	1.39	2,437,976

JAPÓN Y BOLSAS EMERGENTES								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Nikkei 225	23739.87	0.35%	18.67%	8.98%	8.73%	18.91%	1.90	3,555,218
IBOVESPA	116096.60	0.39%	24.02%	23.46%	18.90%	18.40%	3.39	900,820
MOEX	3118.08	2.59%	39.06%	19.45%	22.26%	6.60%	7.40	709,570
NIFTY	12215.90	0.39%	14.00%	15.59%	9.55%	26.61%	1.47	1,268,462
CSI 300	4164.37	1.65%	38.37%	9.72%	5.40%	14.79%	2.59	4,832,370
HANG SENG	28561.00	1.32%	11.83%	12.16%	7.42%	11.19%	3.81	2,393,384
MSCI Emerging M.	1111.40	-0.27%	14.87%	11.10%	5.80%	15.40%	2.99	18,411,441

DIVISAS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
EURUSD	1.11	-1.00%	0.34%	1.18%	-0.95%
EURGBP	0.85	-0.45%	-0.93%	5.77%	5.84%
USDJPY	109.48	-0.79%	-0.84%	-1.83%	-0.57%
USDCNY	6.94	0.41%	1.50%	2.84%	-0.65%

BONOS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
Euro - Bund, 10YR	171.17	0.40%	-0.70%	-1.65%	-1.18%
Euro - Buxl, 30 YR	199.90	0.77%	-1.92%	-7.45%	-1.84%
US Treasury, 5YR	118.61	0.13%	0.16%	-0.98%	0.90%
US Treasury, 10YR	128.61	0.15%	-0.30%	-2.04%	1.03%
US Treasury, 30YR	156.09	0.12%	-1.69%	-4.57%	0.64%

TIPOS					
	Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M
Euro Govt 10YR Yield	-0.18	-0.29	-0.58	-0.36	0.22
US Govt 10YR Yield	1.89	1.84	1.56	2.03	2.70
UK Govt 10YR Yield	0.82	0.77	0.45	0.74	1.25
Japan Govt 10YR Yield	0.01	-0.01	-0.22	-0.16	-0.01

Análisis Técnico

Eurostoxx 50 - Escala semanal

El índice ha llegado al nivel de 3800 puntos, que es el máximo de 2015. Su rotura supondría una señal alcista muy fuerte, que podría llevarnos a alcanzar los 4000 puntos. Los niveles indican algo de sobrecompra, por lo que podríamos ver una cierta lateralización bajista del índice. Los niveles de relevancia en este caso serían en un primer movimiento el 3700 y posteriormente el 3500.



Ibex 35 - Escala semanal

Una vez superados los 9500 puntos y, por tanto, el límite superior del rectángulo que venía formando el último año, el índice ha tomado un camino alcista que podría llevarlo a los 10.000 puntos. Los niveles de sobrecompra nos indican la posibilidad de un recorte hasta los 9500 (ahora convertido en un soporte).



S&P 500 - Escala semanal

El índice continúa su movimiento alcista, y ha alcanzado la directriz acelerada que comienza en los mínimos de 2016. El selectivo norteamericano se encuentra en subida libre, sin referencias por la parte superior. No obstante, los niveles de sobrecompra dan síntomas de agotamiento de la tendencia en el corto plazo, lo que podría sugerir una lateralización del índice. El primer soporte lo encontramos en el nivel 3000 puntos.



EUR/USD - Escala semanal

El tipo de cambio continúa el proceso de lateralización bajista iniciado a mediados del año pasado. Los niveles de volatilidad del cruce se sitúan en mínimos de los últimos años. Durante este mes nos hemos situado en la parte superior del canal bajista, sin superarla. En caso de rotura, podríamos esperar un movimiento fuerte hasta la zona de 1,15. De todos modos, mientras siga en el canal, no recomendamos ir en contra de la tendencia.



Disclaimer / Limitación de Responsabilidad

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

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