



# Informe Mensual

**Febrero 2020**

Comenzamos el año 2020, digiriendo aún los recientes “outlooks” para el año, con previsiones de mejoras macro, sobre todo en Europa y países Emergentes, con alzas en los mercados, nuevos máximos históricos en el S&P 500, con más o menos consenso puesto en la estabilidad macro y el crecimiento de beneficios. Trump firmaba el acuerdo comercial de Fase 1 con China y la tensión entre ambos países seguía disminuyendo. Sin embargo, la tranquilidad que había llevado al VIX a niveles de volatilidad mínimos, desaparece con la irrupción del brote de un nuevo tipo de Coronavirus en la provincia china de Wuhan. Además de la lógica y humana preocupación por nuestra salud, se añade la duda de cómo afectarán los sistemas de contención del virus, que han paralizado buena parte de China, coincidiendo además con la celebración de su año nuevo, a los datos macro y al crecimiento del gigante asiático, segunda potencia mundial.

Así, las principales plazas bursátiles mundiales finalizan el mes con caídas, después de un comienzo de año prometedor. El Msci World por ejemplo, llegó a alcanzar una subida del 2,50% para terminar el mes ligeramente en negativo (-0,68%). El índice S&P 500, después de subidas por encima del 3% finaliza prácticamente plano. Aunque las mayores caídas se han sentido en los países emergentes y europeos, más ligados al crecimiento mundial y con mayor exposición al comercio con China.

Todo ello, además, con influencia en los activos refugio, que durante el mes se han comportado con un buen tono. Los bonos de gobierno comenzaron a repuntar a mediados de mes, y rompen la tendencia de empinamiento que comenzaron en octubre. La curva americana vuelve a inver-

tirse, una vez que el treasury a 10 años alcanza niveles de yield cercanos al 1,50%, después de bajar más de 40 puntos básicos durante el mes de enero. Este mismo movimiento se produce en el resto de bonos mundiales. El Bund Alemán, que parecía encaminado a volver a positivo, cae 25 puntos básicos y finaliza el mes en -0,44%. El oro repunta casi un 5% en este período y cierra cerca de los 1.600 dólares por onza (niveles que no alcanzaba desde 2013). Los spreads de crédito se contagian de las caídas bursátiles y finalizan el mes de enero con ampliaciones. Los bonos High Yield, que durante la primera quincena del mes se apreciaban en consonancia con el resto de los activos, terminan perdiendo las ganancias acumuladas y finalizan también el mes en negativo.

Uno de los activos con peor comportamiento en el período ha sido el petróleo, que ha caído cerca de un 15% durante el mes de enero. Todo ello a pesar de las hostilidades entre Estados Unidos e Irán de comienzo de mes, en las que se temió una escalada bélica de primer orden entre ambos países y que llevó en un primer momento a fuertes apreciaciones del oro negro. Tras el brote del coronavirus, y la amenaza al libre movimiento de personas y caída del transporte a nivel global, el petróleo es uno de los principales damnificados de esta crisis aún por resolver.

Los bancos centrales no influyeron en la evolución de los mercados durante el mes de enero, las reuniones de los principales bancos centrales (Fed, BCE, BoE, BOJ) finalizan sin grandes cambios ni giros en sus mensajes. En muchos casos los mensajes apenas si varían un ápice los realizados en diciembre, y aunque los riesgos sigan sesgados a la baja, los mensajes fueron de continuidad y apenas aportaron ruido en el mercado. En la misma línea del Fondo Monetario Internacional, que publicó sus estimaciones de crecimiento para 2020 y 2021, en las que espera un mayor crecimiento que en 2019, aunque rebaja alguna décima frente a lo esperado en el trimestre anterior. El crecimiento mundial en 2020 se espera en 3,30% frente al 2,90% estimado de 2019, aunque no recoge la irrupción del virus y por tanto, la incertidumbre de cómo pueda afectar al crecimiento, será la clave que marcará este comienzo de año 2020.

# TEMARIO

**Entorno Macroeconómico**

**Resumen de Mercados**

**Recomendaciones**

**Evolución Fondos Welzia**

**Evolución SICAVS Welzia**

**Tema del Mes:**

**Tecnología y concentración bursátil**

**Indicadores MACRO**

**Indicadores MERCADO**

**Análisis Técnico**

**Disclaimer**



# Entorno Macroeconómico

## EUROPA

Tras años de incertidumbre política, el Brexit es una realidad en Europa. Cumpliendo con sus compromisos, los británicos abandonaban el parlamento europeo y confirman la ruptura de lazos con sus compañeros continentales. Más allá del simbolismo y de la retirada de las banderas de la “Union Jack” de sus pedestales, nos quedan meses de ardua negociación comercial y jurídica para cumplir con la fase de transición que finaliza este mismo año 2020. Este proceso será realmente complejo y marcará la relación entre las dos economías en la próxima década; es difícil ver un acuerdo sencillo y en definitiva, nos adentramos en un año de mucho trabajo burocrático donde seguramente veamos fricciones y momentos de mayor y menor tensión diplomática.

Mientras tanto, las economías de la zona euro crecieron por debajo de lo esperado durante el trimestre anterior. Según los datos conocidos durante el mes de Enero, el crecimiento del PIB de la eurozona fue de 0,1% (1% anual) cuando se esperaban crecimientos del 0,2% (1,1% anual). Cabe destacar la contracción de Francia e Italia que con crecimientos negativos de -0,1% y -0,3% respectivamente son los causantes del peor comportamiento agregado del indicador. En el caso de Francia, es el primer trimestre de contracción desde 2016 y en el italiano, es la mayor caída del PIB trimestral desde 2013. Nuestro país crece a ritmos del 0,5% trimestral o 2% anual, lo que supone el menor crecimiento en los últimos 5 años.

Sin embargo, algunos indicadores como la encuesta ZEW alemana, apuntan a una mejoría de las previsiones para las próximas semanas, sobre todo por el rebote de las expectativas, que pasan al nivel más alto desde 2015. La encuesta IFO de expectativas también refleja cierta mejora en el mes de enero y, aunque sigue en negativo, mantiene la senda de mejoría desde el verano del año pasado. Del mismo modo, los datos de PMI manufacturero a nivel de la eurozona, mejoraron hasta 47,9 lejos ya de los mínimos de septiembre, pero aún en fase de contracción, Alemania que en aquella fecha marcaba valores de 41,7, rebota en enero hasta valores de 45,3. El dato de PMI de servicios, fue ligeramente peor que el del mes anterior, sale en 52,2 pero se mantiene estable.

La reunión del Banco Central Europeo mantenida el 23 de enero, pasó sin pena ni gloria, no hubo cambios señalados, ni en las principales variables bajo su mandato ni en cuanto a manifestaciones reseñables. Tanto el BCE, como la FED, se encuentran inmersos en un proceso de estudio interno, de análisis estratégico de su función, y a día de hoy mantienen un perfil bajo de comunicación en los mercados; los tipos se mantienen en el -0,50%, los programas de compras siguen activados a un ritmo de compras de 20.000 millones mensuales y se siguen reinvertiendo los vencimientos. En cuanto al mensaje económico, podría resumirse de esta manera: creen que la economía mejora ligeramente, aunque los riesgos siguen sesgados a la baja (aunque menos pronunciados). Evidentemente, esto se produjo en una fecha en la que la expansión del virus no tomó relevancia en los mercados. De hecho, en la rueda de prensa se preguntó más por el cambio climático que por el tema del virus, lo que da muestra que en aquel momento no era el foco de los inversores.

## ESTADOS UNIDOS

Durante el mes de enero prosigue el proceso de “impeachment” a Trump, que como comentábamos en el anterior mensual, es un proceso que no fructificará debido a la mayoría republicana en el senado. Mientras tanto, el presidente ha ido ratificando con su rúbrica los distintos acuerdos comerciales negociados en los últimos meses. En primer lugar, el acuerdo de Fase 1 entre China y Estados Unidos, bajo la atenta mirada del vicepresidente Chino Liu He. Y en segundo lugar, también se firma el USMCA (el tratado de comercio con Méjico y Canadá que sustituye a su predecesor NAFTA) y que llevaba en tramitación desde finales de 2018.

Las tensiones entre Irán y Estados Unidos, tras el ataque en el aeropuerto iraquí al general Soleimani y la consiguiente réplica de ataque con misiles, provocaron algo de tensión en los primeros días de Enero, pero fueron prontamente atajados y las aguas volvieron a su cauce. En medio de esta revuelta, pasaron un poco más desapercibidos los malos datos e ISM del mes de diciembre, con un ISM Manufacturero que ofreció una cifra de 47,2 muy por debajo de lo esperado y de la cifra del mes de noviembre. Este sería el dato más bajo desde 2009 y parecía poner en duda la recuperación de los sectores manufactureros de Estados Unidos. La encuesta de servicios, sin embargo, sigue con mucha fortaleza. El ISM no Manufacturero tuvo una lectura de 55, sorprendiendo al alza medio punto y batiendo las estimaciones del día anterior. Es evidente que la fortaleza del empleo en Norteamérica está sirviendo de soporte claro al sector servicios. Y en este sentido, conocimos la cifra de creación de empleo no agrícola, que subió en 145.000 nuevos empleos, algo más bajo de la cifra esperada; aunque la tasa de desempleo permanece en el 3,5%. Desde el final de la crisis en

2009, se han creado 22 millones de puestos de trabajo en aquel país y sin embargo, pese al incremento paulatino de los costes laborales, sobre todo en algunos sectores con más escasez de personal, no parece que tenga un reflejo en el conjunto de la inflación agregada.

Y mientras tanto, la inflación sigue contenida, todavía lejos de los niveles que generan alarma en la reserva federal, lo cual permite a esta mantenerse en un cómodo modo de “wait and see”. Sin cambios en la última reunión del 29 de enero, donde los integrantes del FOMC siguieron indicando que el crecimiento y la actividad económica se mantiene en niveles moderados, y no ven motivos para modificar la misma. La FED, al igual que el ECB sigue inmersa en un proceso de revisión interna, que podría producir algún tipo de cambio en cuanto al objetivo de inflación requerido para el futuro (actualmente simétrico en el entorno del 2%). Los resultados de estas revisiones se conocerán antes en Estados Unidos que en Europa, y podrán motivar algo más de ruido en cuanto a tipos y programas de compras en el momento de conocerse. Mientras tanto, la FED sigue realizando programas de compras de activos en el mercado interbancario, al menos hasta abril y toca ligeramente el tipo repo un 0,05% en el coeficiente de reserva bancario, para lograr un mejor ajuste de este mercado.



# Resumen de Mercados

## Mercado Monetario

Las curvas e indicadores de corto plazo siguen aguantando en este inicio de año en la parte americana, lo que nos ha llevado a ver diferenciales negativos, concretamente en el diferencial entre el bono americano a diez años y el bono de vencimiento de tres meses. A cierre del mes de enero, la yield del bono con vencimiento a tres meses estaba en niveles de 1,54% frente al 1,50% del bono a 10 años. En Europa, la curva alemana tuvo un ligero tensionamiento en las yield de los plazos más cortos, movimiento que llevaba a las yield de los bonos de vencimiento de uno a seis meses hasta -0,59%. Aunque en este caso, la curva mantiene pendiente positiva entre los vencimientos de muy corto plazo y el largo plazo.

A pesar de la mejora de las yield de los vencimientos cortos, el Euribor ha sufrido un ligero deterioro tanto en el Euribor de tres meses, como en el seis meses y un año.

En Estados Unidos, la Fed anunciaba un cambio en la tasa sobre las reservas requeridas, pasando a remunerar desde el 1,55% hasta el 1,60%. Esto tenderá a fomentar las operaciones interbancarias corrigiendo desequilibrios entre oferta y demanda. El anuncio movía el tipo Depo dólar un día hasta 1,59%.

## Renta Fija

Nuevamente la renta fija funcionaba como activo refugio ante el miedo a una corrección de la renta variable, que había disfrutado de subidas verticales. Tanto a inicios del mes de enero, por miedo a un conflicto entre Estados Unidos e Irán, como a finales de mes por el miedo al impacto del coronavirus, la renta fija se ha visto beneficiada con la entrada de flujos. Este interés de los inversores como activo refugio ha producido aplanamiento de las curvas, llevando la yield del bono americano a diez años hasta casi niveles de 1,50%, y al bono alemán a -0,44%.

El movimiento ha beneficiado a las duraciones más largas de la curva, de forma que los índices de renta fija de bonos de gobierno a más de un año en Europa estarían aportando rentabilidades del 2% y para el caso de Estados Unidos del 1,9%.

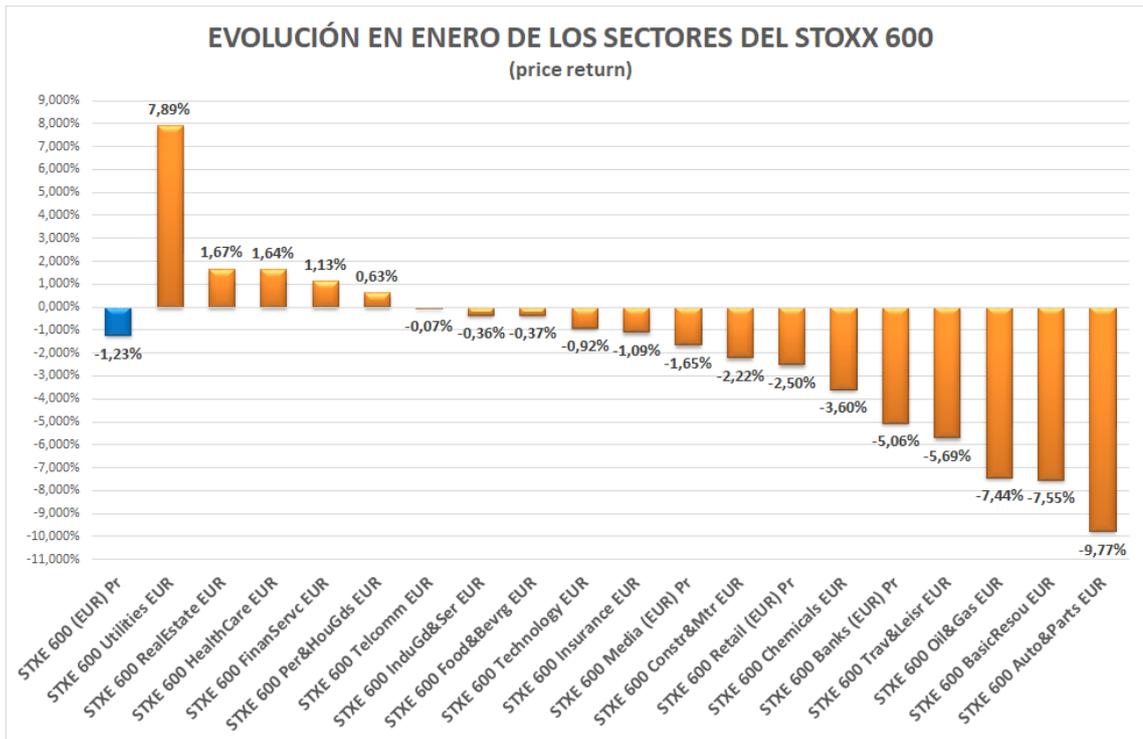
Hay que destacar especialmente el buen comportamiento del crédito americano del segmento de grado de inversión que alcanza rentabilidades del 2,7% en tan solo un mes. Algo más moderadas serían las rentabilidades de este tipo de activo en Europa que superan ligeramente el 1%.

A pesar de la incertidumbre que pesa en los mercados emergentes, especialmente en China y en su crecimiento, los bonos emergentes recogen rentabilidades del 1,74%, lo que muestra el creciente apetito inversor en este tipo de activo.

## Renta Variable

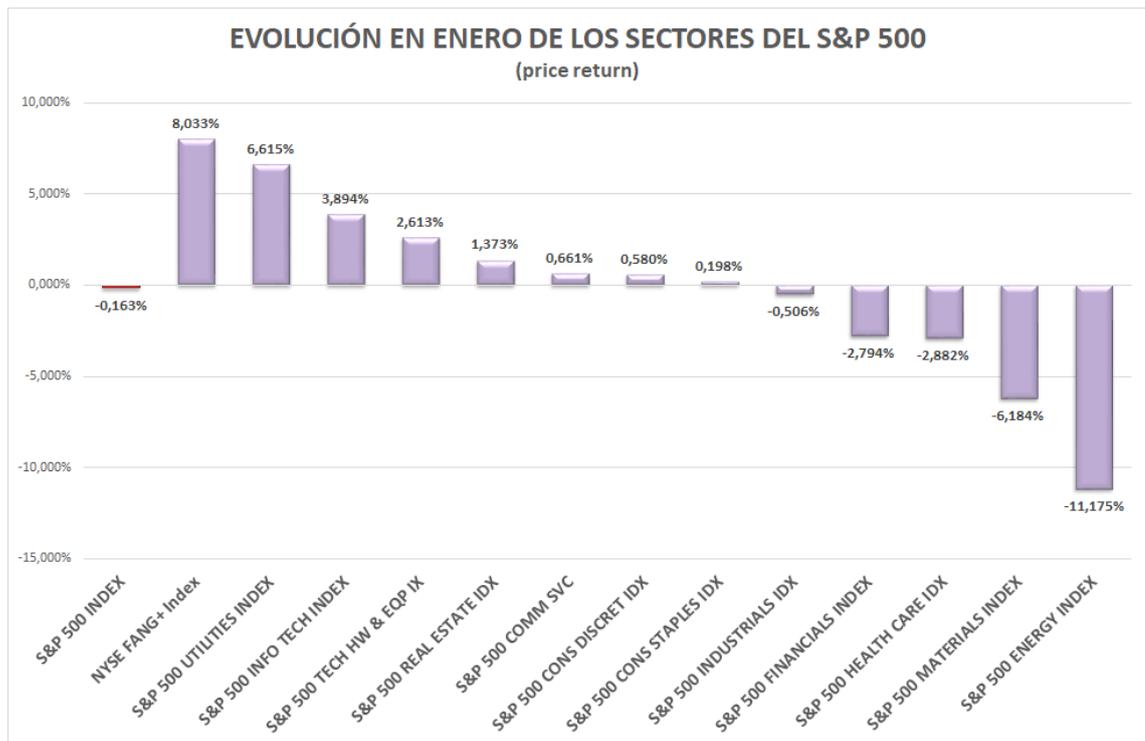
El inicio de año se ha caracterizado por un movimiento de ida y vuelta en los mercados de renta variable. Comenzamos el año con cierto optimismo tanto en el entorno macroeconómico como microeconómico, optimismo que ayudaba a que los flujos se recondujeran nuevamente hacia este activo. Aunque este sentimiento cambió a desconfianza a causa de la propagación del coronavirus, de su posible expansión y a los desconocidos efectos que ello podría tener en la economía. El índice de S&P 500 llegó a alcanzar rentabilidades del 3% y finaliza el mes con caídas del 0,16%. El Nasdaq rozaba rentabilidades del 5% y a cierre de enero sumaba un 2% al alza por el buen comportamiento de sus grandes valores. MSCI de Emergentes sería uno de los más damnificados en las correcciones del coronavirus, que pierde en el mes un 4,7%.

Sectorialmente, en Europa, el sector de utilities era el que tomaba la delantera, con subidas cercanas al 8% en este primer mes del año. Acciones como EDP, RWE, Enel, Veolia e Iberdrola entre otras, disfrutaban de subidas entre el 16% y el 11% en un mes de enero complejo. Por la parte más negativa, tuvimos caídas cercanas al 10% en el sector de Autos y compañías relacionadas como los fabricantes de sus componentes; también reseñables las caídas de Petróleo y Gas y Recursos Básicos que acababan con caídas aproximadas al 7%. En el sector petróleo encontrábamos caídas superiores al 10% en empresas de gran nombre como Royal Dutch, Total Fina y Repsol, influidas por el pensamiento de posible desaceleración en la economía China.



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, con subidas de entre el 4% y el 9%, a excepción de Facebook que cerraba el mes en negativo. Algunos valores como Tesla, más volátiles, suben más de un 55% en este mes. Al grupo de gigantes de la tecnología se le suma este mes las empresas de utilities, al calor de la subida de los bonos.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

## Materias Primas

Las tensiones geopolíticas entre EE.UU. e Irán daban comienzo al año con algunas turbulencias en los mercados, y fuertes movimientos en el precio del petróleo que llegaba a escalar hasta niveles de 65\$/barril en el caso del WTI y 71\$/barril en el Brent. Tensiones que también afectaban al oro, llevándolo hasta niveles de 1.611\$/onza.

Dicha tensión no se mantenía en el petróleo, principalmente debido a las previsiones de la Agencia Internacional de la Energía de un exceso de oferta en la primera mitad de 2020 y a los temores a una desaceleración de la demanda por la posible difusión del coronavirus. Estas noticias llevaban al petróleo a sufrir fuertes caídas y cotizar a niveles no vistos desde diciembre del 2018.

## Divisas

Enero empezaba interés de los inversores por las divisas consideradas como refugio a causa del conflicto entre EE.UU. e Irán. Con ello veíamos movimientos del yen japonés y del franco suizo que les situaban en niveles de 107,65 y de 0,9763 respectivamente. A lo largo del mes, hemos podido observar que los movimientos de estas divisas tenían cierta correlación con la aparición de los temores del coronavirus. En el

caso del dólar, hemos podido observar cómo poco a poco ha ido ganando valor hasta alcanzar los niveles actuales de 1,10\$, lo que supone una revalorización de la divisa del 2,22% en el acumulado del año. Parte de este movimiento venía justificado por la falta de detalles que daba el BCE en su reunión de política monetaria mensual.

Destacaremos también la debilidad de las divisas de los países vinculados con la producción de materias primas, como es el caso del dólar australiano que se depreciaba hasta 1,4972 contra el dólar estadounidense.

Renta Variable			
RV Large		Enero	2020
MSCI AC World Local	Mundial	-0.69%	-0.69%
MSCI ACWI USD	Mundial	-1.17%	-1.17%
S&P 500	EEUU	-0.16%	-0.16%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	-2.32%	-2.32%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	2.17%	2.17%
Eurostoxx 50	Eurozona	-2.78%	-2.78%
DJ STOXX 600	Europa	-1.23%	-1.23%
IBEX 35 INDEX	España	-1.90%	-1.90%
DAX INDEX	Alemania	-2.02%	-2.02%
CAC 40 INDEX	Francia	-2.87%	-2.87%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	-3.40%	-3.40%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	0.10%	0.10%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	-2.14%	-2.14%
RV Emergentes		Enero	2020
MSCI Emerging Markets	Emergentes	-4.69%	-4.69%
RV Small		Enero	2020
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	-3.26%	-3.26%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	-1.86%	-1.86%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	-3.62%	-3.62%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	-1.82%	-1.82%

Materias Primas			
Goldman Sachs Commodity	Global	-10.83%	-10.83%
Petroleo [Contado,USD]	Global	-15.19%	-15.19%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	4.58%	4.58%

FUENTE: Bloomberg, Welzia Management

Renta Fija			
RF Gobierno		Enero	2020
AFI Repo 1 Día	Repo	-0.05%	-0.05%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	0.11%	0.11%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	1.99%	1.99%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	1.92%	1.92%
RF Corporativa Investment Grade		Enero	2020
Corporate IG Euro	Euro	1.18%	1.18%
Corporate IG USA	USA	2.65%	2.65%
RF Emergentes		Enero	2020
JPMorgan EMBI Global	Emerg	1.74%	1.74%
RF High Yield		Enero	2020
High Yield Euro	Euro	0.10%	0.10%
High Yield USA	USA	-0.33%	-0.33%
Convertibles		Enero	2020
Conv. Global	Global	0.83%	0.83%
Conv. Europa	Emerg	0.40%	0.40%

Gestión Alternativa			
HFRX Global Hedge Fund	Global	0.41%	9.07%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	0.12%	5.46%

Divisas (vs EUR)			
USD	EEUU	1.10%	1.10%
JPY	Japón	1.28%	1.28%
GBP	Reino Unido	0.67%	0.67%
CHF	Suiza	1.59%	1.59%

## 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 activo sigue teniendo sentido como diversificador en carteras mixtas, aunque ha alcanzado durante el mes niveles de rentabilidad que aconsejan cautela. El 1,50% de yield del treasury americano es un nivel relevante. Las curvas se han aplanado fuertemente por los miedos al coronavirus y su repercusión en el crecimiento chino.
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 y la búsqueda de activos refugio con caídas bursátiles.
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		El componente de duración del activo ha hecho que vuelva a tener un buen comportamiento durante el mes. Sin embargo los spreads se han ido ampliando ligeramente, sobre todo a raíz de la explosión del coronavirus Wuhan. Sigue siendo un activo volátil y muy dependiente de la debilidad del dólar, pero con una buena yield. Complemento para carteras diversificadas de renta fija.
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 datos económicos de comienzo de mes y la presentación de resultados del cuarto trimestre parece que dan soporte a la idea de una incipiente recuperación macro y de rebote de las manufacturas a nivel global. Sin embargo, las subidas bursátiles se concentran de nuevo en las grandes tecnológicas y en acciones de carácter defensivo/bond proxie. Si las caídas se aceleraran por los miedos de china, podría ser momento de tomar riesgo.
RV Emergente		Poco importa la firma del acuerdo de Fase 1 entre Estados Unidos y China, ni la valoración relativa que la hacen atractiva frente a las bolsas desarrolladas. La actualidad pasa por la influencia que pueda tener el virus en toda la región y por ello el activo ha sufrido fuertes caídas. Quizá muchos de los miedos estén descontados ya y por eso buscamos algún punto de entrada en el activo.
Materias Primas		El Oro sigue mostrando su faceta de activo refugio y ha alcanzado niveles máximos de los últimos años. Podría ceder si los miedos sobre el coronavirus receden. Atentos al petróleo, que ha sufrido una caída cercana al 20% en lo que llevamos de año, en lo que podría ser una sobre reacción al intento de contener el contagio del virus.

*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. inicia el año con moderadas rentabilidades, cerrando el mes de enero prácticamente plano, con una rentabilidad del 0,08%.

El incremento de la incertidumbre generada por la aparición y expansión del coronavirus, ha generado cierto efecto de vuelo a la calidad, lo que ha ayudado a que la renta fija haya visto nuevas entradas de flujos. Quizás un efecto del que se han visto más beneficiados bonos con duraciones altas, más que los cortos plazos, sobre todo por el efecto de búsqueda de rentabilidad positiva, algo complicado de encontrar en las emisiones más cortas.

Entre los bonos que más rentabilidad nos han traído en el mes tendríamos, por un lado, las emisiones de comunidades autónomas que tendrán amortización en el mes de marzo, que caen en enero aproximadamente 0,45% y por otro lado el bono de Commerzbank 7,75% vencimiento 2021 que pierde en el mes un 0,67%. Por el lado positivo, los bonos que mejor se han comportado en el mes habrían sido el bono de Newell Brands 3,75% vencimiento 2021, que habría subido en el mes un 0,98%, y el bono de Unnim Flotante vencimiento 2021, que habría subido en el mes un 0,78%.

En el mes de enero habríamos aprovechado para incrementar los niveles de inversión. Comprando pagarés de Masmovil y de Thyssenkrupp, y bono de Hipercor con vencimiento 2022. La duración del fondo se mantiene en niveles reducidos, a cierre de mes era de 0,78 años.

La composición de la cartera sigue manteniendo una importante concentración 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, aunque desde el inicio de esta etapa de bajadas tampoco hemos tendido a incrementar inversión en este segmento.

## Welzia Ahorro 5 FI

Durante el mes de enero, el fondo acumuló una rentabilidad positiva del 0,52%. El fondo mantuvo su nivel de inversión en renta variable respecto al mes anterior, 22,5%, con mayor peso en EE.UU. que en Europa, en línea con la asignación geográfica de MSCI World. Durante la segunda parte del mes debido al buen comportamiento de los mercados de renta variable se ha realizado algunas coberturas 'PUT' con vencimiento final de año.

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 ha aumentado de forma progresiva la duración de la cartera durante el mes retirando coberturas en este activo hasta acumular un 15%. 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 principalmente al comportamiento de la renta fija, en especial, el bono gobierno y los bonos de alta calidad en EE.UU. La aportación de la renta variable ha sido no significativa por culpa de las caídas de final de mes.

## Welzia Flexible 10 FI

Durante el mes anterior, el fondo Welzia Flexible 10 ha acumulado una rentabilidad positiva del 0,42. El fondo mantuvo el nivel de renta variable del mes anterior, 52,5%. En la segunda parte del mes, se adquirieron coberturas por un 3,5% de la cartera dejando la exposición neta en el 49%.

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 posición del 20% en renta fija de gobiernos desarrollados.

La rentabilidad positiva en el mes se debe al buen comportamiento de la renta fija, tanto de gobiernos como corporativa de alta calidad. La parte invertida en renta variable resta rentabilidad a la cartera por culpa de las caídas de final de mes.

## **Welzia World Equity FI (Welzia Crecimiento 15)**

Durante el mes de enero el fondo se ha comportado en línea con el índice de referencia. La cartera no ha tenido cambios a excepción de unas compras de coberturas que se hicieron a mediados de mes sobre los índices Standard and Poors 500 y Eurostoxx 50, las cuales ayudaron a mitigar las caídas de final de mes. Por otro lado, gran parte de las estrategias en Estados Unidos han funcionado mejor que los índices, en especial la de pequeñas empresas, que conseguía un 3,88% positivo frente al 3,21% negativo del índice Russell 2000. Las compañías de alta calidad también han conseguido notables resultados comparados con su índice, un 1,21% positivo frente a un -0,04% del SPX.

Por otro lado, donde más ha sufrido el fondo es por su exposición a países emergentes, cuyos índices caían hasta niveles de mediados de diciembre debido a los temores y las paralizaciones generadas por el coronavirus en China. También ha contribuido negativamente las compañías value de Estados Unidos.

## **Welzia Global Opportunities FI**

Durante el mes de enero el fondo ha llegado a subir un 2,75%, pero la volatilidad provocada por el coronavirus le hizo terminar el mes en un -1,44%, mientras que el MSCI World Eur Hedged acabó con un -0,40%.

Durante este mes hemos procedido a realizar la rotación trimestral de valores, por la cual a nivel geográfico hemos mantenido unos pesos parecidos a la cartera anterior, con EE.UU. suponiendo más de un 60% y Europa un 20%. A nivel sectorial sí que ha habido cambios relevantes. Se ha producido un giro cíclico en la cartera, con el sector Industrial suponiendo un 30% del fondo. Estas compañías todavía presentan unos márgenes de revalorización relevantes, en contraposición a las compañías de mayor crecimiento o más defensivas, que cotizan a unos múltiplos muy superiores a su media histórica.

A cierre del mes, las cinco principales posiciones del fondo son dos compañías del sector inmobiliario norteamericano (D.R. Horton y NVR), una compañía de venta de artículos a precio reducido (Dollar General) y dos compañías de defensa (Lockheed Martin y Northrop Grumman). Estas compañías rondan el 2% de peso cada una sobre el patrimonio del fondo.

Encaramos el mes de febrero con un 95% de exposición a la renta variable, y sin inversión en dólar estadounidense, que cerramos cuando el cruce alcanzó el 1,10.

## **Welzia Global Financials FI**

El Fondo Welzia Global Financials acumula una rentabilidad en el año del -1,11%. La rentabilidad del fondo durante el inicio del año fue negativa, pero con un mejor comportamiento que su índice de referencia, dado que el MSCI World Financials cerraba enero con caídas del -2.73%

Un mes caracterizado por los resultados de los bancos y por cierta volatilidad. En el caso de los resultados de la banca americana, los resultados sorprenden positivamente, el buen comportamiento de los ingresos relacionados con mercados de capitales, con gestión de activos y trading, y el dinamismo de la actividad comercial hacían mejorar las cifras con respecto a las expectativas. Hay que destacar especialmente la buena evolución de las cifras de Morgan Stanley, que impulsaba la cotización hasta subidas del 10% en el año.

Las dudas sobre el crecimiento y la aparición del coronavirus de Wuhan acababan con el buen sabor de boca de los resultados de la banca americana y ayudaban a que bancos como JPMorgan, Bank of America y Citi cierran el mes con caídas de entre el 4% y el 7%. En Europa las publicaciones de resultados van menos avanzadas, los bancos españoles habrían mostrado resultados mixtos, en general unas mayores provisiones, mejora en los ratios de capital y unas buenas cifras principalmente para los grandes. A pesar de mostrar un mejor comportamiento que la banca americana, tampoco consiguen cerrar el mes en positivo. Probablemente penalizados por las dudas de crecimiento y los movimientos de la curva de renta fija, donde nuevamente hemos podido ver las rentabilidades de los plazos más largos a la baja. A pesar de esto, el fondo se ha visto beneficiado por su diversificación, ya que subsectores como los seguros y la tecnología financiera han tendido a comportarse mejor, lo que nos ha aportado una menor volatilidad.

El fondo permanece invertido en bancos, especialmente en Estados Unidos, los bancos americanos suponen aproximadamente un 20% de nuestra inversión. A pesar de la mala evolución en este inicio de año, siguen mostrando una buena evolución en resultados, y aunque el entorno para el año 2020 será algo peor que el del año que acabamos de finalizar, siguen teniendo potencial de mejora. Con ello, la exposición al mercado americano sigue suponiendo aproximadamente el 60% de la inversión del fondo, seguido de la Zona Euro que alcanzaría el 28% de la inversión.

Sin embargo, tras la publicación de resultados de la banca americana y aprovechando que la volatilidad estaba cerca de mínimos, realizamos coberturas con Put a corto plazo sobre JPMorgan y Morgan Stanley en Estados Unidos, y a largo plazo y sobre índice en Europa.

En cuanto al comportamiento de los activos, por el lado positivo, destacaríamos las subidas de Grupo Financiero Banorte del 9,9%, de Nasdaq Inc del 8,7% y de CME Group que subía un 8,2%. Por el lado negativo, destacamos especialmente el mal comportamiento de Standard Chartered, que cae un 11,4%, de BNP Paribas que cae un 9,1% y de ING Groep que cae un 8%.

## Welzia Global Flexible FI

Durante el mes de enero el fondo se ha revalorizado un 0,59%. 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%. También tiene exposición a High Yield europeo, que durante el mes no ha tenido un buen comportamiento, viéndose afectado también por la volatilidad y las ampliaciones de spreads relacionadas con las caídas bursátiles ante los miedos al coronavirus chino.

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	2019	2018	2017	2016	
<b>Fondo Renta Fija Corto Plazo</b>								
Welzia Corto Plazo	11.07	0.08%	1.09%	1.00%	-1.13%	0.26%	-0.82%	0.34
<b>Fondos gestionados por Riesgo</b>								
Welzia Ahorro 5	11.17	0.52%	6.15%	5.60%	-10.87%	5.02%	0.26%	2.17
Welzia Flexible 10	9.80	0.42%	10.23%	9.77%	-12.20%	7.70%	-2.39%	4.16
Welzia Global Flexible	88.74	0.58%	5.84%	5.23%	-	-	-	-
<b>Fondos Temáticos</b>								
Welzia Banks	7.01	-1.11%	17.43%	18.75%	-18.58%	11.29%	-4.21%	10.99
Welzia Global Opportunities	12.06	-1.44%	17.25%	18.96%	-17.90%	7.45%	7.06%	9.51
Welzia World Equity	13.14	-0.38%	20.50%	20.97%	-14.58%	12.94%	1.15%	8.34

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

Datos a 31 de enero

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management



## Evolución SICAVs Welzia

Sicav	Valor Liquidativo	Rentabilidades				Volatilidad		
		Mes	Año	2018	2017		2016	2015
Sicav 1	13.24	-0.16%	25.33%	25.53%	-19.48%	11.62%	10.79%	8.62
Sicav 2	12.52	-0.65%	28.95%	29.80%	-21.75%	11.82%	8.17%	9.77
Sicav 3	4.96	0.21%	20.21%	19.96%	-16.85%	7.24%	0.49%	7.29
Sicav 4	7.19	0.85%	13.53%	12.57%	-7.16%	11.61%	-	4.01
Sicav 5	9.83	0.46%	5.37%	4.89%	-7.33%	5.67%	8.17%	2.42
Sicav 6	24.04	4.14%	34.47%	28.99%	-8.85%	10.12%	4.90%	11.13
Sicav 7	10.65	1.07%	15.95%	14.77%	-13.57%	-	-	6.83
Sicav 8	4.33	-1.60%	3.45%	5.13%	-15.79%	-	-	5.20
Sicav 9	6.59	1.18%	12.66%	11.35%	-0.37%	-1.75%	-	6.20

Datos a 31 de enero

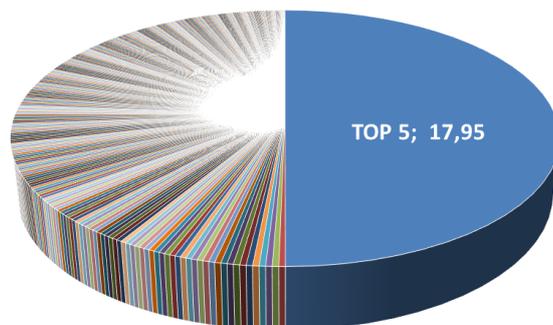
FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

## Tema del Mes:

### Tecnología y concentración bursátil

Durante los primeros días de 2020 seguimos asistiendo al poder de las principales acciones norteamericanas, que día tras día siguen incrementando su valor, superando en algunos casos las cotas del billón de euros (trillion \$) como ha sido el caso de Alphabet (en adelante Google) y Amazon durante el mes de enero; acciones como Apple, Microsoft, Facebook y las mencionadas anteriormente, no solo copan los primeros puestos del índice Standard & Poor's 500 (en adelante S&P 500) sino que su peso conjunto asciende prácticamente a un 18% del total del índice; unos niveles históricos, que hacen que estas increíbles compañías tengan una valoración superior a la suma conjunta de más de 300 acciones del índice S&P 500. Esta predominancia, fruto de su buen hacer empresarial, de sus beneficios y su extraordinario comportamiento bursátil, es lo suficientemente significativa para que prestemos atención a las oportunidades de inversión que nos brindan y a los riesgos de concentración de los que debemos ser conscientes.

COMPARACIÓN PESO DE LAS 5 PRIMERAS COMPAÑÍAS EN RELACIÓN A LAS 300 MÁS PEQUEÑAS



- TOP 5
- HILTON WORLDWIDE HOLDINGS INC
- AMPHENOL CORP-CL A
- SBA COMMUNICATIONS CORP
- PAYCHEX INC
- VERISK ANALYTICS INC
- MONSTER BEVERAGE CORP
- REALTY INCOME CORP
- ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO
- MSCI INC
- IDEXX LABORATORIES INC
- RESMED INC
- LAS VEGAS SANDS CORP
- AMETEK INC
- KROGER CO
- WEYERHAEUSER CO
- FIFTH THIRD BANCORP
- LYONDELLBASELL INDU-CL A

- ELECTRONIC ARTS INC
- JOHNSON CONTROLS INTERNATION
- EVERSOURCE ENERGY
- EDISON INTERNATIONAL
- FLEETCOR TECHNOLOGIES INC
- EBAY INC
- MCKESSON CORP
- DIGITAL REALTY TRUST INC
- AUTOZONE INC
- TYSON FOODS INC-CL A
- DISCOVER FINANCIAL SERVICES
- HERSHEY CO/THE
- CORTEVA INC
- CHIPOTLE MEXICAN GRILL INC
- XILINX INC
- CBRE GROUP INC - A
- BOSTON PROPERTIES INC
- REPUBLIC SERVICES INC

- O'REILLY AUTOMOTIVE INC
- MOTOROLA SOLUTIONS INC
- EQUITY RESIDENTIAL
- FIRSTENERGY CORP
- REGENERON PHARMACEUTICALS
- ENTERGY CORP
- DTE ENERGY COMPANY
- WILLIAMS COS INC
- T-MOBILE US INC
- STANLEY BLACK & DECKER INC
- CINTAS CORP
- ROCKWELL AUTOMATION INC
- SYNOPSIS INC
- FORTIVE CORP
- VENTAS INC
- CORNING INC
- CADENCE DESIGN SYS INC
- AMEREN CORPORATION

- ONEOK INC
- AVALONBAY COMMUNITIES INC
- PPG INDUSTRIES INC
- STATE STREET CORP
- VF CORP
- SOUTHWEST AIRLINES CO
- PACCAR INC
- AGILENT TECHNOLOGIES INC
- CUMMINS INC
- BALL CORP
- MICROCHIP TECHNOLOGY INC
- M & T BANK CORP
- PIONEER NATURAL RESOURCES CO
- VERISIGN INC
- AMERIPRISE FINANCIAL INC
- DOLLAR TREE INC
- FASTENAL CO
- MCCORMICK & CO-NON VTG SHRS

- ZIMMER BIOMET HOLDINGS INC
- PUBLIC SERVICE ENTERPRISE GP
- IQVIA HOLDINGS INC
- WILLIS TOWERS WATSON PLC
- KLA CORP
- PPL CORP
- TWITTER INC
- PARKER HANNIFIN CORP
- AMERICAN WATER WORKS CO INC
- ANSYS INC
- CERNER CORP
- ALEXION PHARMACEUTICALS INC
- APTIV PLC
- HARTFORD FINANCIAL SVCS GRP
- NORTHERN TRUST CORP
- COPART INC
- ESSEX PROPERTY TRUST INC
- ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD

Sin embargo, antes de abordar la situación actual de las acciones que forman parte del índice, me gustaría que nos acompañaran en un viaje al pasado, antes de la creación del teléfono móvil, antes de la creación de internet, a un pasado décadas

atrás, en el que las cotizaciones se manejaban en el parqué, se publicaban en el periódico y se fumaba en la oficina. Durante buena parte del Siglo XX las compañías americanas han dictado las normas y liderado sus industrias, en pugna con sus homólogas europeas y japonesas, y durante décadas la fuerza competitiva, creativa y constructiva de Estados Unidos ha hecho que su economía pulse, crezca y se transforme, premiando aquellas ideas que transforman la sociedad y dejando a un lado las fórmulas del pasado. Esta destrucción creativa, se plasma con insolente vanidad en la evolución de los pesos del índice S&P 500 desde que se creó en 1957.

Permítanme una pregunta. ¿Hace cuánto que no revelan un carrito fotográfico? En 1960, Eastman Kodak pertenecía al grupo de diez mayores compañías del índice S&P 500. Hoy en día, no creo que les sorprenda si les digo que la mayor compañía de fotografía es Apple, por encima de compañías como Canon, Nikon o Sony.

Camera Brands used in the Flickr Community

Rank	Brand	Top Models	Model Types	# of Models
1	Apple	iPhone X, iPhone 7, iPhone XR	Cameraphone, Point and Shoot,	37
2	Canon	EOS 5D Mark III, CANON EOS 5D MARK IV, EOS 6D	Digital SLR, Film Scanner, Mirrorless Camera, Point and Shoot, Video Camera	284
3	Nikon	D750, D850, D500	Digital SLR, Mirrorless Camera, Point and Shoot	216
4	Sony	ILCE-7M3, A6000, ILCE-7RM3	Cameraphone, Digital SLR, Mirrorless Camera, Point and Shoot, Video Camera	360
5	Fujifilm	X-T2, X-T3, X-T20	Digital SLR, Film Scanner, Mirrorless Camera, Point and Shoot	193
6	Samsung	Galaxy S7, Galaxy S8, Galaxy S6	Cameraphone, Digital SLR, Mirrorless Camera, Point and Shoot, Video Camera	278

En los años 70, la cadena de ventas Sears Roebuck and Co (Sears), ocupaba las principales posiciones del índice por capitalización, y sus catálogos de venta eran reverenciados en las zonas rurales de Estados Unidos, sobre todo el de navidad que fue publicado por primera vez en 1.933. Como reza el siguiente anuncio, “comprar con Sears es la forma moderna de compra, en la tranquilidad y el confort de tu casa, solo o con tu familia, puedes elegir cualquier artículo de nuestro catálogo, lejos del barullo y la confusión de las tiendas abarrotadas”. Seguro que el anuncio cuenta con el visto bueno de Jeff Bezos, fundador de Amazon.

## Shop the MODERN Way



### from your easy chair

That's the modern way to shop. In the ease and comfort of your home—alone, or with your family, you may select the merchandise you want from our catalog—"The Thrift Book of a Nation"—away from the fuss and confusion of crowded stores.

Removed from the urgent influence of insistent salespeople, quietly and without interference, "The Thrift Book of a Nation" tells its story of quality, value and saving. You are the

judge—to make your own comparisons and weigh your own values. You can take the whole family shopping with you—at the fireside or on the front porch.

Our new Fall and Winter Catalog of over 1100 pages, portraying 48,000 articles—every one at a real bargain price—is ready for those who would like to shop this new, modern way. We have reserved a copy for you. Just fill in and mail the coupon today.



SEARS, ROEBUCK and CO.  
Chicago, Philadelphia, Boston, Minneapolis, Kansas City, Atlanta, Memphis,  
Dallas, Los Angeles, Seattle  
(Mail Coupon to Store Nearest You)

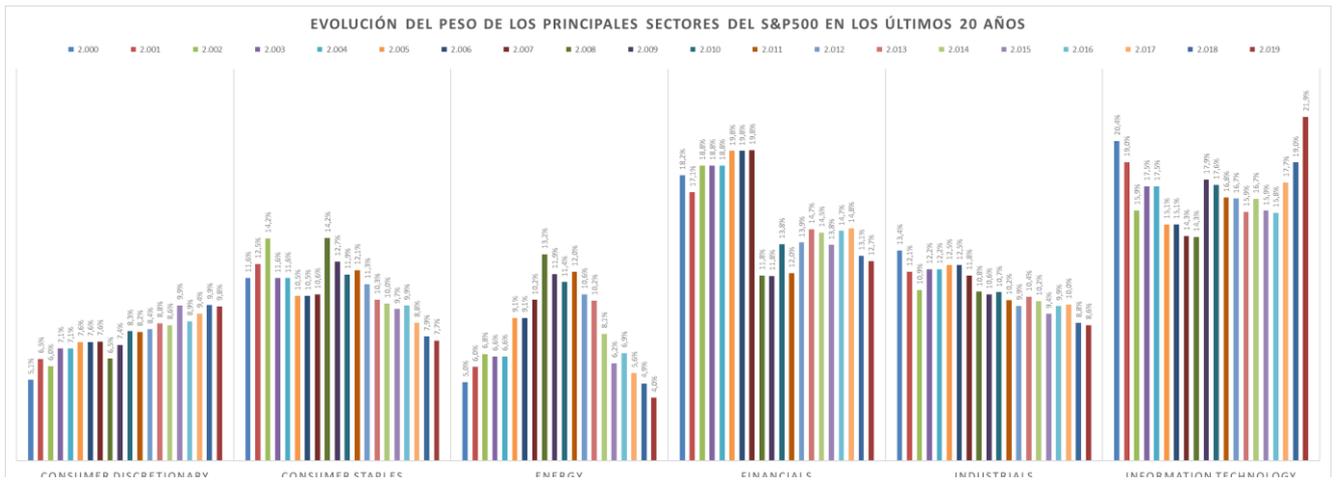
Send me your Latest General Catalog.

Name \_\_\_\_\_  
Postoffice \_\_\_\_\_ State \_\_\_\_\_  
Rural Route \_\_\_\_\_ Box No. \_\_\_\_\_  
(Please attach Return and Box Number if on a Rural Route)  
Street Address \_\_\_\_\_

**SEARS, ROEBUCK and CO.**

Podríamos utilizar muchos más ejemplos, pero alargáramos un mensaje que es fácilmente comprensible. En agregado, esta fuerza transformadora ha llevado al cielo bursátil no sólo a compañías, sino a sectores enteros para posteriormente perder el favor de los inversores. Durante los primeros años del índice, eran las compañías industriales las que copaban la composición del índice, durante los 70's y 80's compañías petrolíferas como Exxon, Gulf, Texaco, Amoco, Chevron fueron las que lideraron la capitalización bursátil en Estados Unidos. En los 2000 previo a la gran crisis financiera, los bancos y aseguradoras copaban el "top ten" y finalmente nos encontramos en un proceso de concentración de pesos en las grandes compañías tecnológicas conocidas por el acrónimo FANG (colmillo), en el que participan algunas empresas como las ya referidas Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google.

La edad media de las compañías que formaban parte del índice a finales de los años cincuenta era de cercana a los 60 años, mientras que en los últimos años dicha cifra ha bajado menos de 20 años. Un ritmo de creación y destrucción de empresas vertiginoso que, de mantenerse así, hará desaparecer la mitad de las empresas del S&P 500 en los próximos diez años.



## ¿Y qué hace a compañías como Apple tener una capitalización cercana al DAX Xetra Alemán, compuesto por las 30 mayores acciones de la economía germana?

La respuesta es sencilla, generar un fuerte crecimiento de ingresos con altos márgenes, lo que les produce grandes beneficios. A diferencia de la burbuja “.com” en los años 2000, los ingresos de las compañías que lideran los índices son contantes y sonantes, crecientes y muchas veces con ritmos de crecimientos vertiginosos. Apple pasó de facturar 42.900 Millones en 2009 a 260.174 Millones en 2019, en una década el crecimiento de ingresos ha sido cercano al 20%. Google por su parte pasó de facturar 23.600 Millones en 2009, a casi 162 Millones en 2019, de nuevo un crecimiento anualizado cercano al 20%.

	Ingresos (2019)	Ingresos Netos (2019)	Margen
<b>Apple</b>	260.174,00	55.256,00	21,2%
<b>Amazon</b>	280.522,00	11.588,00	4,1%
<b>Alphabet</b>	161.857,00	34.343,00	21,2%
<b>Microsoft</b>	125.843,00	39.240,00	31,2%
<b>Facebook</b>	70.697,00	18.485,00	26,1%
	<b>899.093,00</b>	<b>158.912,00</b>	<b>17,7%</b>

Esta calidad de los negocios y sus ventajas competitivas, en compañías con posiciones netas de caja positivas, han logrado auparlas por méritos propios hasta donde se merecen hoy en día.

### Un llamamiento a la cautela.

En Welzia no creemos en los cambios de paradigma, ni en “esta vez es diferente”. Somos conscientes del mucho valor que tienen estas compañías y que el precio en ocasiones se mueve de forma radical y los movimientos se exageran en uno y otro sentido. La bolsa americana tiene una prima sobre el resto de bolsas mundiales por-

que así lo dicta su composición y las compañías que las lideran y lo seguirá haciendo hoy y en el futuro cercano.

Sin embargo, no sólo los inversores se han visto atraídos por los fuertes beneficios de las grandes compañías, los estados comienzan a fijarse también en ellos, en Europa tratan de lograr una tasa digital para conseguir fiscalizar una parte de la tarta que actualmente se escapa a su control y otros, como la propia justicia americana, tiene abiertos en períodos iniciales, causas por abuso de posición dominante. Tanto unos como otros, intentarán reducir el peso de estas compañías, como ya lo hicieron con Microsoft en el proceso iniciado en mayo de 1998, en base a la ley Sherman de 1890 de antimonopolio.

También es importante distinguir en estos momentos de ciclo, entre aquellas compañías con buenos fundamentales y fuertes modelos de negocio y ventajas competitivas, con otras a las que se asocia la palabra tecnología pero que aún no han demostrado su capacidad de generar beneficios y por las que se pagan múltiplos elevados. Los llamados “unicornios”, start ups tecnológicas de más de 1.000 millones de capitalización, basadas en los millones de usuarios potenciales a los que dan acceso los teléfonos móviles de hoy en día, pueden en un futuro justificar su alta valoración, pero muchas de ellas se quedarán por el camino.

Por otra parte, no debemos olvidar el carácter cíclico del negocio de las grandes tecnológicas, y debemos compaginar el múltiplo que se paga por dichos beneficios ante la posibilidad de una reducción de sus ingresos en caso de un giro cíclico de la economía. Alphabet y Facebook viven del negocio de los anuncios y Apple de la venta de teléfonos móviles y otros artículos de alta gama y ambos son sectores que sufren cuando la economía entra en períodos de estancamiento o recesión. Ambas compañías tratan de girar hacia un modelo de negocio más centrado en los servicios, lo cual reduce su exposición a un giro cíclico, pero aún están lejos de lograr dicho objetivo.

Por último, no podemos dejar de comentar la influencia de los ETF's (Exchange Traded Funds) y la reducción de fondos de gestión activa en el comportamiento y selección de valores en las bolsas hoy en día. Múltiples análisis defienden posturas encontradas en cuanto a su influencia en la canalización del ahorro del inversor hacia las grandes compañías, y no está claro su papel; aunque parece una apuesta por el mantenimiento del status quo actual, más que favorecer la búsqueda de las grandes compañías del mañana. Algo que, como hemos visto en los primeros compases de este artículo, sucede de forma natural, gracias el proceso de destrucción creativa del propio índice. Sin embargo, la ventaja de utilizar un fondo indexado o una ETF es reducir el riesgo idiosincrático de las compañías, que se diluyen en el índice hasta reducirlas a riesgo sistemático y tener exposición a la beta del mercado. En un mercado con mu-

cha posición en pocos valores, el riesgo idiosincrático se puede convertir en sistémico y hacer que cualquier problema en una compañía, arrastre al conjunto del mercado con él.



# Indicadores MACRO

		PIB (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último* <sub>2</sub>	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Agregado Global	1.72	2.44	2.80	1.60	2.90	3.70	3.00	3.10
	Estados Unidos	2.30	2.40	2.40	1.60	2.30	2.90	2.30	1.80
	Union Europea	1.00	0.90	1.50	1.70	2.50	1.80	1.20	1.00
	Japón	1.70	0.20	0.60	1.00	1.60	0.70	1.00	0.45
	Reino Unido	1.10	2.60	2.20	2.00	1.70	1.40	1.30	1.10
	Suiza	1.00	1.90	0.80	1.40	1.00	2.60	0.80	1.20
	Alemania	0.50	1.60	1.50	1.85	2.50	1.50	0.60	0.60
	Francia	0.80	0.40	1.10	1.10	1.90	1.50	1.30	1.20
	Italia	0.00	-0.40	0.70	0.90	1.50	0.80	0.20	0.40
	España	1.80	1.30	3.20	3.20	3.10	2.50	2.00	1.65

		EMERGENTES							
		Último* <sub>2</sub>	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Agregado Emerg.	4.47	5.40	5.10	4.70	4.70	4.97	4.36	4.43
	Brasil	1.19	0.05	-3.70	-3.50	1.00	1.22	1.10	2.20
	Rusia	1.70	0.50	-3.70	-0.50	1.50	1.80	1.20	1.70
	India	5.30	4.70	7.35	7.50	6.30	7.40	5.40	5.00
	China	6.00	7.40	6.90	6.70	6.90	6.60	6.10	5.80

		IPC (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Estados Unidos	2.30	1.60	0.10	1.30	2.10	2.40	1.80	2.10
	Union Europea	1.27	0.40	0.00	0.20	1.50	1.70	1.20	1.20
	Japón	0.80	2.70	0.80	-0.10	0.50	1.00	0.50	0.70
	Reino Unido	1.30	1.50	0.00	0.70	2.70	2.50	1.80	1.70
	Suiza	0.20	0.00	-1.10	-0.40	0.50	0.90	0.40	0.30
	Alemania	1.60	0.80	0.10	0.45	1.70	1.90	1.40	1.40
	Francia	1.50	0.60	0.10	0.25	1.20	2.10	1.30	1.30
	Italia	0.40	0.20	0.10	-0.10	1.30	1.20	0.60	0.80
	España	1.10	-0.10	-0.60	-0.40	2.00	1.70	0.80	1.00

		EMERGENTES							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Brasil	4.31	6.30	9.00	8.75	3.40	3.70	3.70	3.80
	Rusia	2.40	7.80	15.60	7.10	3.70	2.90	4.50	3.30
	India	9.63	7.20	6.15	4.90	4.50	4.07	3.70	4.42
	China	4.50	2.00	1.40	2.00	1.60	2.10	2.90	3.10

		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

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



# Indicadores MERCADO

BOLSAS EUROPA								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Euro Stoxx 50	3640.91	-2.6%	19.3%	7.69%	5.29%	20.80	3.5%	3,641,104
FTSE 100	7286.01	-3.4%	9.3%	5.18%	5.74%	19.02	4.6%	2,586,166
SWISS MKT	10627.88	0.1%	22.4%	12.27%	8.36%	25.10	3.1%	1,350,456
DAX	12981.97	-2.0%	16.2%	4.02%	3.95%	25.83	3.0%	1,369,337
CAC 40	5806.34	-2.7%	20.2%	10.33%	8.19%	21.36	3.3%	2,017,566
FTSE MIB	23237.03	-0.8%	22.8%	11.43%	6.10%	15.05	4.2%	595,808
IBEX 35	9367.90	-1.6%	7.5%	4.07%	1.82%	16.11	4.5%	670,013

Value	114.69	-3.1%	9.8%	4.51%	3.18%	15.55	5.1%	5,945,230
Growth	157.36	0.6%	26.1%	11.04%	7.64%	30.34	2.2%	6,755,010

Large	3640.91	-2.6%	19.3%	7.69%	5.29%	20.80	3.5%	3,641,104
Small	484.40	-1.8%	16.7%	8.70%	9.64%	66.67	2.9%	1,993,296

BOLSAS ESTADOS UNIDOS								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
S&P 500	3225.52	0.0%	21.7%	14.53%	12.35%	22.16	1.9%	28,730,676
DOW JONES	28256.03	-0.9%	15.8%	15.15%	13.19%	20.85	2.3%	8,519,943
NASDAQ	8991.51	3.0%	31.6%	22.00%	18.08%	28.85	1.0%	10,651,162

Value	1249.47	-2.6%	18.3%	10.24%	9.91%	17.58	2.7%	18,364,596
Growth	1995.60	2.3%	24.7%	18.38%	14.39%	28.33	1.2%	19,902,562

Large	3225.52	0.0%	21.7%	14.53%	12.35%	22.16	1.9%	28,730,676
Small	1614.06	-3.2%	9.2%	7.26%	8.21%	39.41	1.4%	2,455,766

RESTO DEL MUNDO								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Nikkei 225	23205.18	-1.9%	14.1%	8.96%	7.65%	19.43	1.9%	3,580,288
IBOVESPA	113760.60	-1.6%	16.8%	20.71%	19.37%	18.48	3.4%	853,308
MOEX	3076.65	1.3%	31.4%	18.82%	19.92%	6.56	7.6%	682,173
NIFTY	11962.10	-1.7%	11.8%	13.32%	7.76%	23.47	1.5%	1,265,328
CSI 300	579.74	-2.3%	27.9%	8.04%	5.25%	13.85	2.8%	4,496,633
HANG SENG	26312.63	-6.7%	-2.5%	7.88%	5.16%	10.75	3.9%	2,321,858
MSCI Emerging M.	1062.34	-4.7%	4.1%	8.23%	4.87%	15.16	3.0%	17,736,715

DIVISAS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
EURUSD	1.11	-1.09%	2.36%	1.22%	-0.35%
EURGBP	0.84	-0.66%	3.46%	-0.63%	2.32%
USDJPY	108.36	-0.23%	0.40%	-1.61%	-1.60%
USDCNY	6.91	-0.72%	-3.54%		

BONOS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
Euro - Bund, 10YR	175.04	2.67%	5.97%	2.60%	1.89%
Euro - Buxl, 30 YR	210.90	6.31%	14.19%	8.13%	4.60%
US Treasury, 5YR	120.32	1.57%	-3.27%	0.72%	-0.17%
US Treasury, 10YR	131.66	-0.72%	-5.00%	1.96%	0.12%
US Treasury, 30YR	163.53	4.89%	-6.55%	2.86%	1.57%

TIPOS					
	Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M
Euro Govt 10YR Yield	-0.43	-0.19	-0.41	-0.44	0.19
US Govt 10YR Yield	1.51	1.92	1.69	2.01	2.68
UK Govt 10YR Yield	0.52	0.82	0.63	0.61	1.26
Japan Govt 10YR Yield	-0.07	-0.01	-0.13	-0.15	0.01

## Análisis Técnico

### Eurostoxx 50 - Escala semanal

En el anterior informe comentábamos la posibilidad de una lateralización bajista durante el mes. Ésta se ha producido apoyándose ligeramente por debajo del 3685. El rebote posterior nos ha vuelto a llevar a la situación inicial, los máximos de 2015 (3800 puntos). Como indicábamos el mes pasado, su rotura supondría una señal alcista muy fuerte, que podría llevarnos a alcanzar los 4000 puntos. La sobrecompra no se ha relajado en exceso, con lo que cabría la posibilidad de que la lateralización continúe unas semanas más, con los soportes en 3685 y 3500.



### Ibex 35 - Escala semanal

El mes pasado nombrábamos el 9500 como nivel de soporte en el corto plazo para el selectivo español. El recorte ha llevado al índice hasta ese nivel para luego rebotar con fuerza hasta la línea de tendencia de corto plazo. Los niveles de sobrecompra se han relajado más que en el caso del Eurostoxx 50. El primer objetivo alcista son los 10.000 puntos; un objetivo asumible mientras no pierda el soporte antes comentado.



### S&P 500 - Escala semanal

La lateralización del índice que comentábamos en el mes anterior se ha producido, y la línea de tendencia de 2016 ha funcionado como soporte del recorte. Vuelve a situarse en máximos históricos sin referencias por la parte superior. En el camino bajista, de producirse un recorte y perforar la directriz alcista, el primer nivel de referencia son los 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 el mes ha vuelto a la parte central del canal. En esta situación, recomendamos no tomar acción salvo que supere el 1,1150 o el 1,08 (límites superior e inferior del canal bajista).



Slow 30  
Slow 30

EURUSD  
Moving Average

2015 2016 2017 2018 2019 2020

1.3500  
1.3000  
1.2500  
1.2000  
1.1500  
1.1355  
1.1148  
1.0939  
1.0804  
1.0500

50  
24.3138

### **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.