



Informe Mensual

Junio 2020

El mes de mayo ha puesto en valor la máxima de que los mercados no son un reflejo de la economía. Casi dos meses después del inicio de la crisis y con 40 millones más de desempleados en Estados Unidos, la bolsa americana está prácticamente a un 10% de alcanzar nuevos máximos históricos. Las bolsas son una máquina de descontar eventos futuros, y ahora todas las miradas están puestas en cómo se producirá la desescalada, con la mayoría de los países desarrollados volviendo a la actividad.

Si uno se fija en la evolución de los índices, que durante semanas se mantuvieron laterales, testeando el nivel psicológico de los 3.000 puntos, podría pensar que ha sido un mes bastante tranquilo, y sin embargo ha tenido violentos movimientos de rotación sectorial, entre otras cosas por los rumores, más o menos fundados, sobre la evolución de futuras vacunas.

Tampoco han estado tranquilas las aguas políticas, con Trump utilizando de nuevo, con clave electoral, la retórica de las acusaciones a China y con la corte constitucional alemana dictando una resolución en contra de los programas de compra del Banco Central Europeo. Afortunadamente, la iniciativa francoalemana se sobrepone a este jarro de agua fría, anunciando un programa de ayudas y de préstamos por valor de 500 y 250 Billones respectivamente. El llamado “Next Generation UE” estará centrado en programas de salud, ecología y digitalización y lo más importante, será financiado con cargo a los presupuestos futuros de la UE. (A la espera del visto bueno de los “4 frugales” ... Austria, Holanda, Suecia y Dinamarca).

El anuncio supone un revulsivo para el Euro y para las primas de riesgo periféricas que hasta la fecha habían sufrido por el desaire del tribunal alemán.

Y mientras siguen acumulándose los programas de ayudas, los déficits fiscales siguen creciendo y los bancos centrales haciendo todo lo posible por conseguir que los mismos se financien a los menores tipos posibles. Durante este mes, ha seguido la presión y los comentarios sobre tipos negativos en algunos países como Estados Unidos e Inglaterra. Esta última, emitió por primera vez un bono con tipos negativos.

Los programas de compras de los bancos centrales (la Fed comienza ya a comprar ETF de crédito), y los rumores sobre tipos negativos, permiten financiarse también a las empresas que, a pesar de ver un incremento de las bajadas de ratings y de anunciar el mayor número de quiebras del mes de mayo desde 2009, han podido emitir casi un trillón de \$, superando con mucho el ritmo de otros años y han permitido una ventana de obtención de liquidez para muchas empresas en apuros.

Por último, me gustaría destacar el potente incremento en múltiplos que se ha producido en estas semanas. Con unas revisiones de beneficios todavía a la baja, las subidas bursátiles se han producido con el consiguiente incremento de valoraciones. El S&P 500 alcanza niveles máximos de la década, por encima de las 21 veces, lo que podría limitar la evolución de los índices a no ser que se produzca un claro rebote de los beneficios empresariales a partir de ahora.

TEMARIO

Entorno Macroeconómico

Resumen de Mercados

Recomendaciones

Evolución Fondos Welzia

Evolución SICAVS Welzia

Tema del Mes:

At1 – CoCos

Indicadores MACRO

Indicadores MERCADO

Análisis Técnico

Disclaimer



Entorno Macroeconómico

EUROPA

La evolución de la integración europea sigue siendo un camino tortuoso, en el que en ocasiones se avanza un paso y se retroceden dos. Las divisiones políticas hacen que sólo se avance cuando nos encontramos entre la espada y la pared.

Durante este mes de mayo, la corte constitucional de justicia alemana publicó un dictamen en el que acusaba al Banco Central Europeo de haberse extralimitado en sus funciones como Banco Central y no haber justificado suficientemente la necesidad y la proporcionalidad de los paquetes de compras de activos. Incluso dio 3 meses al Bundestag, para que realice un programa de ventas de largo plazo, para deshacer esas posiciones. No parece, sin embargo, que esta amenaza haya amedrentado a Christine Lagarde, que ha defendido la necesidad de los programas de Quantitative Easing sin enfrentarse de forma directa a la institución.

Mientras tanto, después de muchas discusiones infructuosas sobre la posibilidad de emisiones de “coronabonos”, para ayudar a los países más afectados por la crisis, en particular el eje sur, más afectado por el alto peso de ingresos relacionados con el turismo, Macron y Merkel llegaron por fin a un acuerdo y propusieron de forma conjunta un paquete de medidas conocido como “Next Generation UE”, que consiste en un monto de 500.000 millones de euros en subvenciones y 250.000 millones en préstamos, que será financiado con cargo a los presupuestos futuros de la UE, que se endeudará y tendrá que devolver estas cantidades entre el año 2028 y el 2058. Tendremos, por tanto, un nuevo emisor de deuda comunitaria, que comienza a mutualizar sus pasivos, con cierta condicionalidad, eso sí, porque las ayudas se dirigen hacia 3 pilares de inversión principales: salud, ecología y mundo digital. Las ayudas por tanto serán fiscalizadas y dirigidas a potenciar estos sectores de la economía.

Mientras tanto, los niveles de desempleo siguen incrementándose, las cifras del mes de mayo en la eurozona dejan la tasa de desempleo por encima del 7%, con países como Alemania que pasa de un desempleo del 5 al 6,3% perdiendo unos 600.000 empleos en los últimos dos meses. Las cifras de servicios, medidas por los PMI, que en abril alcanzaron cifras devastadoras de 12, con la vuelta a la actividad se recuperaron hasta alcanzar niveles de 30,5. Las expectativas para los próximos meses, serán más alcistas, conforme se recupera la actividad y se levantan las restricciones a la

movilidad. Esto se puede corroborar por las subidas de las expectativas en las encuestas IFO y ZEW, ya que ambas apuntan a una mejora para los próximos meses.

Otras cifras que hemos seguido conociendo durante las pasadas semanas nos dejan caídas en ventas retail del 11%, cifras similares a las de la producción industrial alemana. Aunque los PMI manufacturero se recuperan desde el mínimo de abril (33,4) y suben hasta un nivel de 39,4

ESTADOS UNIDOS

Aunque parezca 2019, este mes de mayo también ha estado marcado por la retórica de la guerra comercial, con Trump acusando veladamente a China de la crisis del coronavirus, con el trasfondo político de Hong Kong y su nueva ley de seguridad. Además, el congreso prepara una ley para deslistar las compañías chinas en la bolsa americana, al no cumplir los estándares de transparencia exigidos por el regulador, por lo que compañías como Alibaba o Baidu, tendrían problemas en esta situación.

La Reserva Federal (FED) ha seguido con sus programas de compras de activos, reduciendo exitosamente los spreads crediticios y permitiendo la financiación de su deuda a tipos históricamente bajos. Presionados por las ayudas fiscales y por la caída de ingresos, el peso de la deuda asciende otro Billón de dólares hasta la cifra total de 25 billones (\$Trillion). Varios miembros de la Fed, incluido Powell han hablado durante este período, alertando de las graves consecuencias económicas motivadas por la cuarentena. Se estima, por ejemplo, que para aquellos trabajados poco cualificados con salarios por debajo de los 40.000 \$, el paro puede rondar el 40%.

La cifra de desempleados final, después de las últimas encuestas semanales rondará el 19%, lejos ya de los históricos 3,5% de principios de año. En apenas dos meses hemos pasado de la menor tasa de desempleo desde los años 60, hasta prácticamente niveles de la gran depresión de los años 30. Una muestra más de la extraña crisis que estamos viviendo, en la que economías como la China, eliminan el objetivo potencial de crecimiento para el próximo año, una práctica que llevaban realizando durante décadas, dada la gran incertidumbre acerca de la situación económica.

Las cifras de ventas al por menor, alcanzaron caídas del 16% en el último mes, niveles similares a los de la producción industrial que caída un 15%. Sin embargo, otras cifras como los PMIs rebotan desde mínimos, hasta 43,1 cerca de un punto y medio por encima del mínimo de abril. El sector servicios, rebota con mayor fuerza, 11 puntos hasta alcanzar 37,5



Resumen de Mercados

Mercado Monetario

Como comentábamos en los anteriores mensuales, la mayoría de las decisiones de bajadas de tipos se produjeron durante el mes de marzo, donde la Reserva Federal bajó 150 puntos básicos los tipos de interés. Después de esta decisión, la onda expansiva ha seguido acompañando a la mayoría de países, sobre todo emergentes, que han ido acompañando las bajadas. En mayo nuevamente el banco central de India y Sudáfrica, recortan tipos 40 y 50 puntos básicos, respectivamente.

La retórica de tipos negativos ha tomado fuerza en los países anglosajones. Trump sigue presionando a Powell para tener los tipos más bajos posibles, y aunque los miembros de la Fed niegan la mayor, durante algunos momentos, el futuro de tipos con vencimiento en diciembre 2020 cotizó con una *yield* negativa. Por otra parte, el nuevo gobernador del Banco de Inglaterra, Andrew Bailey, que tomó el mando en el mes de marzo, hizo declaraciones en las que se mostró abierto a utilizar todas las herramientas a su alcance, incluidos los tipos negativos, de los que dijo que estaban estudiando muy detenidamente las experiencias de otros Bancos Centrales.

La Reserva Federal, ha conseguido con éxito que el mercado se relaje gracias a todos los programas de corto plazo, líneas de liquidez vía Swaps con otros Bancos Centrales, programas de pagarés (CPFF Commercial Paper Funding Facility), programas de colaterales para fondos monetarios (MMLF Money Market Liquidity Facility)...

El TED spread, que fue de mucha relevancia en 2008-2009 en la Gran Crisis Financiera, indicando ampliaciones entre el tipo al que se prestan las entidades financieras (Libor a 3 meses) y el tipo de los Treasuries (Letras a 3 meses), tras alcanzar niveles de spread de 144 puntos a principios de abril, termina el mes de mayo a los niveles previos a la crisis, como si no hubiera pasado nada.

En Europa, sin embargo, aunque los diferentes tramos de Euribor han caído algo durante este mes, siguen algo más tensionados que en los niveles previos a la crisis. Se resisten a volver a la normalidad. El Euribor a 12 meses pasa del -0,11% a principios de mes al -0,08% del cierre de mayo. El Euribor a 3 meses cotizaba en -0,27% y ahora en -0,30%.

Renta Fija

Los estrechamientos de spreads siguen de la mano de las subidas bursátiles y de los impulsos de compra de los bancos centrales. La FED comienza de forma efectiva a comprar ETFs de renta fija High Yield este mes, las compras se realizan en vehículos principalmente de las compañías Ishares (Blackrock) Vanguard, State Street y tienen previsto realizarse hasta finales del mes de septiembre. Por lo que acompañan al sentimiento inversor y permiten refinanciar las muchas emisiones que se acumulan estos días. Casi un billón de dólares se han emitido en bonos de grado de inversión hasta finales de mayo. Una cifra que habitualmente se alcanza en el mes de noviembre, mucho más avanzado el año y que da un balón de oxígeno a muchas empresas y permite contener los niveles de spread, a pesar de que el mes de mayo, ha sido testigo del mayor número de quiebras desde el año 2009, muy centradas en comercios, donde un total de 724 empresas se acogieron al “Chapter 11” con una subida del 48% respecto al mismo mes del año anterior. El mayor exponente de este mes ha sido Hertz.

En Europa, la propuesta de emisión de deuda conjunta, con cargo al presupuesto europeo de Merkel y Macron, alivia las primas de riesgo periféricas. En Italia, la prima pasa de niveles de 235 pbs a cerca de 190 a finales de mes. La española, se reduce 30 puntos básicos en este mismo período. Algunas de las letras españolas, que llegaron a cruzarse a tipos positivos en el mes de abril, vuelven a tener tipos cercanos al DEPO, como antes de la crisis del Covid.

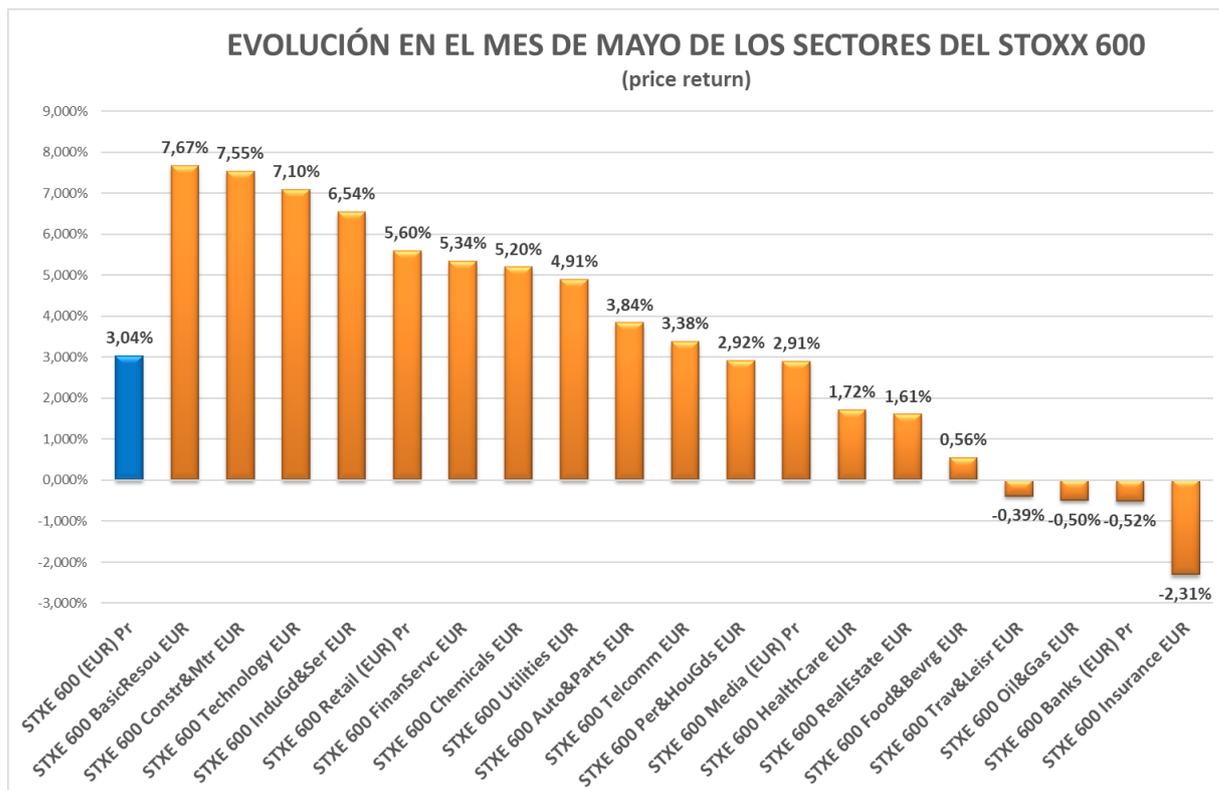
Aunque la Reserva Federal no aplica de forma oficial una “yield curve control” al estilo del Banco Central japonés, parece como si los programas de compras de Treasuries estuvieran manteniendo los tipos en un rango bastante tranquilo, el 10 años ha seguido fluctuado entre el 0,75 y el 0,57 de rentabilidad, en un movimiento con muy baja volatilidad y donde quizá se puede observar algo de empinamiento de las curvas, debidas a la subida de *yields* de los plazos más largos, donde se puede empezar a ver algo de presión por el incremento de las emisiones producidas por los impulsos fiscales. Los tipos reales siguen en territorio negativo y las expectativas de inflación, pese a las caídas a corto plazo de los CPIs, se mantienen estables.

Renta Variable

Sigue el buen tono de la renta variable en el mes de mayo, donde a pesar de vivir momentos de volatilidad y de incertidumbre, los índices han superado con éxito la barrera psicológica de los 3.000 puntos. Y aunque durante buena parte de este período, vimos idas y venidas sectoriales, finalmente los índices repuntaron gracias al im-

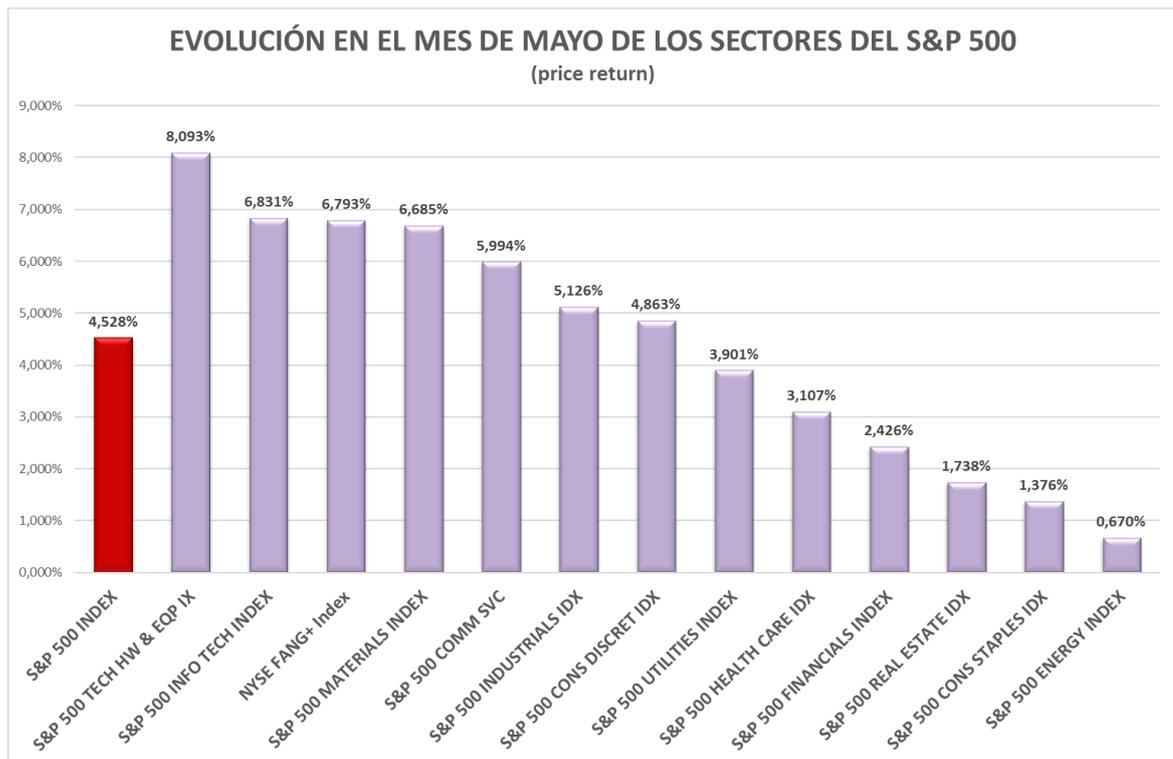
pulso de algunas de las compañías que se habían ido quedando más retrasadas y afectadas por el cierre de las economías.

Sectores cíclicos como materiales, industriales y la siempre presente tecnología produjeron los mejores resultados acumulados en el mes. Los bancos y aseguradoras, junto con energía, ocuparon los peores escalones de rentabilidad en el período. Aunque el rebote que tuvieron en la segunda mitad del mismo ha sido muy importante, como el de bancos, que después de jugar con los mínimos del año, rebota por encima del 20%



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

En Estados Unidos, la tecnología sigue siendo la dueña y señora de los índices, las FANG siguen liderando algunos de los rankings y compañías como Amazon o Facebook alcanzan nuevamente máximos históricos en este período. Al igual que sucede en Europa, el sector bancario cierra el mes plano, después de un fuerte movimiento de ida y vuelta en el que llegó a perder casi un 20%. La posibilidad de que se produzcan avances en las vacunas y el final de las cuarentenas en muchos estados hace revivir en la segunda mitad del mes a muchas de las compañías más cíclicas y perjudicadas por la crisis en estos meses. También resultan beneficiadas las pequeñas compañías, representadas por el índice Russell 2000, que en ese período sube un 5% más que el propio S&P 500. También se puede ver cómo el índice S&P Equal Weight, donde las grandes compañías tienen el mismo peso que las pequeñas, sube un 4% más que el índice general.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

Materias Primas

Después de las turbulentas semanas de abril, donde los futuros de petróleo llegaron a cotizar en negativo, el mes de mayo ha visto una vuelta a la normalidad, una vez que la OPEC+ acordó la rebaja de producción en 9,7 millones de barriles, el precio del crudo se recupera (el Brent pasa de 20 a 36 dólares el barril). La vuelta a la actividad propiciará un incremento del consumo de gasolina y liberar tensión en los inventarios. Sin embargo, nos aproximamos a la fecha de la próxima reunión de la OPEC, sobre el 10 de junio, y tendrá que confirmarse la disposición de todos los países para mantener los recortes.

En cuanto a los productos relacionados con el petróleo, ETFs mayoritariamente, después de las caídas del mes de abril, la mayoría han remodelado su estrategia de inversión en los derivados sobre el petróleo, modificando las fechas de roll-over de los futuros y en algunos casos, limitando la creación de nuevas acciones, para evitar los problemas del pasado.

El oro, ha seguido moviéndose en línea con los tipos reales americanos, que se han mantenido más o menos en línea en el mes, por lo que el movimiento ha sido bastante lateral. No pudo superar el nivel de 1.750 y se mantiene en rango en torno a los 1.700 dólares/onza.

Divisas

El dólar se mantuvo algo soportado durante el mes, hasta el comienzo del rally bursátil, que vino acompañado de mayor debilidad para la divisa. Frente al euro, el mes comenzaba con cruces cercanos al 1,095 y llegó a apreciarse hasta el 1,08 para terminar con debilidad el mes en el 1,11.

Las declaraciones sobre tipos negativos por parte del gobernador del Banco de Inglaterra, hizo debilitarse a la libra frente al euro cerca de un 3% en este mes. Otras divisas, tradicionalmente activo refugio como el Yen, se debilitan frente al euro, en este modo de risk-on propiciado por los acuerdos presupuestarios de la UE.

Por último, después de las turbulencias de los meses anteriores, la Libra turca, el Rublo, la Rupia indonesia, el Real brasileño, se recuperan frente al dólar, algo que es positivo para el devenir de los mercados emergentes.

Renta Variable			
RV Large		Mayo	2020
MSCI AC World Local	Mundial	4.04%	-8.70%
MSCI ACWI USD	Mundial	4.15%	-9.87%
S&P 500	EEUU	4.53%	-5.77%
Russell 1000 Value Index	EEUU Value	3.09%	-16.71%
Russell 1000 Growth Index	EEUU Growth	6.58%	4.71%
Eurostoxx 50	Eurozona	4.18%	-18.56%
DJ STOXX 600	Europa	3.04%	-15.75%
IBEX 35 INDEX	España	2.52%	-25.68%
DAX INDEX	Alemania	6.68%	-12.55%
CAC 40 INDEX	Francia	2.70%	-21.46%
FTSE 100 INDEX	Reino Unido	2.97%	-19.43%
SWISS MARKET INDEX	Suiza	2.10%	-7.40%
TOPIX INDEX (TOKYO)	Japón	6.81%	-9.16%
RV Emergentes		Mayo	2020
MSCI Emerging Markets	Emergentes	0.58%	-16.54%
RV Small		Mayo	2020
Russell 2000 Value Index	EEUU Small	6.36%	-16.45%
MSCI Small Cap Europe	Europa Small	5.67%	-15.65%
MSCI Small Cap Japan	Japón Small	8.46%	-9.69%
MSCI Small Pacific Ex Japan	Asia Small	8.50%	-13.16%
Materias Primas			
Goldman Sachs Commodity	Global	16.37%	-39.39%
Petroleo [Contado,USD]	Global	54.56%	-44.85%
GOLD SPOT \$/OZ	Global	2.60%	14.04%

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

Renta Fija			
RF Gobierno		Mayo	2020
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	Euro Gob 1-3	0.05%	-0.36%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	Euro Gob >1	0.21%	0.25%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	EEUU Gob >1	0.47%	5.47%
RF Corporativa Investment Grade		Mayo	2020
Corporate IG Euro	Euro	0.19%	-2.52%
Corporate IG USA	USA	1.73%	3.93%
RF Emergentes		Mayo	2020
JPMorgan EMBI Global	Emerg	5.74%	-4.64%
RF High Yield		Mayo	2020
High Yield Euro	Euro	2.14%	-10.50%
High Yield USA	USA	4.21%	-5.03%
Convertibles		Mayo	2020
Conv. Global	Global	5.40%	-3.06%
Conv. Europa	Emerg	1.62%	-4.58%
Gestión Alternativa			
HFRX Global Hedge Fund	Global	1.44%	5.59%
HFRX Equal Weighted Strategies	Global	1.40%	2.48%
Divisas (vs EUR)			
USD	EEUU	-1.32%	1.01%
JPY	Japón	-1.96%	1.62%
GBP	Reino Unido	-3.31%	-5.94%
CHF	Suiza	-0.94%	1.68%

Recomendaciones

Clase de Activo	Outlook	Comentario
Liquidez		Después de bajar el peso de la liquidez para tomar riesgo con las caídas bursátiles de marzo, muchas de las alternativas de inversión han ido pagando sus frutos. En la mayoría de los casos la subida ha sido muy rápida, quedando algo de margen en algún activo, como el crédito, donde las yields aún son superiores a los mínimos de meses atrás.
RF Gobierno		A pesar de que los bancos centrales han mostrado su predisposición para comprar deuda casi de forma ilimitada (Don't fight the fed), a partir de ahora se producirá un incremento de las emisiones para financiar los grandes programas de estímulos, y los déficits públicos alcanzarán niveles parecidos a los ocurridos en una guerra, lo cual pondrá presión sobre los países más endeudados.
RF Corporativa IG		Después de las caídas provocadas por los grandes flujos de ventas del mes de marzo, donde se produjeron fortísimos reembolsos de fondos, algunas de las yields de fondos de IG ofrecieron oportunidades muy interesantes de compra. A día de hoy, los spreads de crédito han corregido parte de las ampliaciones, pero siguen presentando una yield superior a la de los últimos tiempos, que ofrecerán un carry atractivo.
RF High Yield		Después de las grandes caídas del high yield de marzo, la promesas de intervención de la Fed y el retorno de los flujos compradores han provocado fuertes retornos en este activo. Sigue existiendo mucha incertidumbre en cuanto a caídas de rating (fallen angels) y a tasas de default esperados, sin embargo el carry en estos niveles sigue pareciendo atractivo.
RF Emergente		Los spreads de renta fija emergente siguen amplios, los elevados déficits fiscales derivados de las políticas fiscales de ayuda por el coronavirus pueden hacer sufrir a aquellos países más endeudados. La fortaleza del dólar también es un hándicap para ellos. Sin embargo, en terminos relativos, ofrecen una yield interesante.
Gestión Alternativa		En este período se ha podido observar aquellos fondos que han sido ágiles en la recuperación y aquellos que no han tenido oportunidad de incrementar su riesgo. Como siempre, recomendamos la diversificación, ante las diferentes alternativas de este segmento tan dispar.
Renta Variable		Después de una recuperación de un 40% desde mínimos y la rotura del nivel de los 3.000 puntos, la bolsa ha tenido un fuerte tirón alcista, acompañado de una sana rotación sectorial. Sin embargo, nos encontramos con un incremento de múltiplos que nos aproxima a máximos de los últimos años (22x), dadas las fuertes caídas de expectativas de beneficios (-30%) para el año 2020. El tono alcista podría continuar, pero parece que las bolsas están poniendo en precio el escenario más positivo, sin margen para la decepción.
RV Emergente		Los múltiplos en los países emergentes son mucho menos exigentes que en los países desarrollados y por tanto siempre se encuentran relativamente más baratas que otras como el S&P500. El peso de Asia es cada vez es más importante, y en este caso, están sobrellevando mejor la crisis sanitaria. El rebote sectorial y la debilidad del dólar en las últimas semanas podría dar un pequeño impulso al activo.
Materias Primas		Después de las fuertes caídas del petróleo, debido a aspectos técnicos de oferta y demanda, y de la gestión de los futuros (contango) por parte de clientes particulares y ETFs especializadas, y de cara al largo plazo, podría ser un activo interesante. Impotante seleccionar el vehículo correcto para su inversión.

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

El fondo Welzia Patrimonio, F.I. finaliza un mes tranquilo para la renta fija, donde ha prevalecido la baja volatilidad y la recuperación de los activos, al menos de una gran parte de ellos. El fondo en el mes obtiene rentabilidades del 0,08% dejando la rentabilidad acumulada del año en el -0,85%.

Por lo general, ha sido un mes de estabilidad para el activo. En Europa por la parte de los Gobiernos, hemos podido apreciar cierta recuperación para los países periféricos. Para la renta fija corporativa, hemos visto divergencias en comportamiento en función de su calidad crediticia, en función de su sector, de su cupón, ... los activos más castigados en meses anteriores, como los bonos de menor calificación, son los que se han llevado la mejor parte y los que han recuperado de una forma más notable. En nuestro caso, este tipo de activos es una parte residual de nuestras inversiones, lo cual explica una recuperación más moderada.

Si analizamos lo sucedido con nuestras inversiones durante el mes de mayo, los bonos que mejor se han comportado han sido los bonos flotantes, un mes más. Entre los bonos que mejor se han comportado en el mes tenemos el bono flotante de Natwest 2021, el bono flotante de Credit Agricole 2023 y el bono flotante de Intesa San Paolo 2022.

La duración de la cartera se ha situado en niveles inferiores a un año, cercana a 0,7 años y aun mantenemos una parte considerable en liquidez, lo que nos está dando cierto sesgo conservador.

A cierre de mes el fondo concentra un 32% del patrimonio en bonos financieros, un 20% en bonos del sector consumo y un 15% en bonos de Gobierno y Comunidades Autónomas, el resto de los sectores tendrían posiciones con una menor concentración. A pesar de la concentración de inversión en bonos financieros que, por otro lado, han sido y siguen siendo los que muestran spread más atractivo, nuestra concentración en bonos de baja calificación crediticia sigue suponiendo un porcentaje moderado de la cartera.

Welzia Ahorro 5 FI

El fondo Welzia Ahorro 5, F.I. acumuló durante el mes de mayo una rentabilidad positiva del 1,00%, dejando la rentabilidad acumulada del año en el -0,11%.

Durante el mes, todos los activos relacionados con renta fija han continuado invertidos debido tanto al buen comportamiento de los activos como a la baja volatilidad mostrada en el periodo. El fondo estuvo invertido en renta fija gobierno de EE.UU. (15%), en crédito corto plazo (15%), en crédito diversificado de alta calidad (20%), en crédito financiero (5%), en bonos de alto rendimiento (12,5%) y renta fija emergente (5%). La cartera de renta fija continúa aprovechando la mejora en todas las clases de crédito durante el mes, suponiendo el principal motor de rentabilidad de fondo.

En mayo, el fondo reincorpora el 50% de su renta variable hasta el 11,5%. La asignación geográfica entre mercados refleja la composición del índice mundial. La entrada se realizó dos meses después de su venta, y se debió a la normalización de los niveles de volatilidad en los principales mercados. La volatilidad del mercado de renta variable ha vuelto a niveles moderados con movimientos suaves en las últimas semanas, lo que supone un entorno adecuado desde el punto de vista de nuestro sistema cuantitativo de inversión. El segundo tramo de renta variable requerirá caídas adicionales de volatilidad y un comportamiento suave de los mercados en el tiempo. Adicionalmente, se incorporaron ligeras coberturas sobre la renta variable adquirida que podrían llegar a suponer coberturas de hasta un tercio de la renta variable. La renta variable comenzó a contribuir al rendimiento del fondo, pero todavía de forma marginal.

En el periodo, se han producido varias señales de venta en renta fija que no han supuesto ventas prolongadas. Estas ventas se debieron al comportamiento lateral del activo en la parte central del mes y no a un deterioro del mercado. No obstante, estas señales nos avisan de la reactividad del sistema cuantitativo en una situación como la actual, donde las valoraciones y los activos comienzan a mostrar síntomas de agotamiento.

Welzia Flexible 10 FI

El fondo Welzia Flexible 10, F.I. acumuló durante mayo una rentabilidad positiva del 1,75%, dejando la rentabilidad acumulada del año en el 1,86%. El fondo continúa consolidando la rentabilidad positiva en el año.

Durante el mes, todos los activos relacionados con renta fija han continuado invertidos debido tanto al buen comportamiento de los activos como a la baja volatilidad mostrada en el periodo. El fondo estuvo invertido en renta fija gobierno de EE.UU. El fondo estuvo invertido en renta fija gobierno de EE.UU. (20%), en crédito corto plazo (10%), en crédito financiero (10%), en bonos de alto rendimiento (12,5%) y renta fija emergente (5%). La cartera de renta fija continúa aprovechando la mejora de todas las clases de crédito durante el mes, suponiendo el principal motor de rentabilidad de fondo.

En mayo, el fondo reincorpora parte de su renta variable hasta el 35%. La asignación geográfica entre mercados refleja la composición del índice mundial. La entrada se realizó dos meses después de su venta y se debió a la normalización de los niveles de volatilidad en los principales mercados. La volatilidad del mercado de renta variable ha vuelto a niveles moderados con movimientos suaves en las últimas semanas, lo que supone un entorno adecuado desde el punto de vista de nuestro sistema cuantitativo de inversión. El segundo tramo de renta variable requerirá caídas adicionales de volatilidad y un comportamiento suave de los mercados en el tiempo. Adicionalmente, se incorporaron ligeras coberturas sobre la renta variable adquirida que podrían llegar a suponer coberturas de hasta un tercio de la renta variable. La renta variable comenzó a contribuir al rendimiento del fondo, pero todavía de forma marginal.

En el periodo, se han producido varias señales de venta en renta fija que no han supuesto ventas prolongadas. Estas ventas se debieron al comportamiento lateral del activo en la parte central del mes, y no a un deterioro del mercado. No obstante, estas señales nos avisan de la reactividad del sistema cuantitativo en una situación como la actual donde las valoraciones y los activos comienzan a mostrar síntomas de agotamiento.

Welzia World Equity FI

Durante el mes de mayo, la exposición a renta variable del fondo se ha mantenido en niveles del 93%, sin embargo, el fondo ha aprovechado las subidas bursátiles y ha terminado el mes por delante de su índice de referencia.

A principios del mes de mayo se han llevado a cabo cambios en las inversiones en los países emergentes, concretamente con el objetivo incluir estrategias con sesgos más específicos hacia compañías con mayores crecimientos de beneficios y centradas en el consumo interno de Asia. Para ello se ha invertido en el fondo Baillie Gifford Emerging Markets Leading Companies con un estilo de inversión growth, y en el

fondo Mirae Asia Great Consumer, con una fuerte exposición a empresas de consumo chinas e indias.

En la segunda mitad de mayo hemos presenciado rotaciones sectoriales hacia segmentos del mercado más cíclicos e infravalorados, generando diferencias notables en el comportamiento de unos y otros sectores. En la cartera del Welzia World Equity existe una presencia mayor de estrategias de crecimiento de beneficios, que son precisamente las que se han quedado más atrás en las últimas semanas de alzas bursátiles, sin embargo, las inversiones en petróleo y pequeñas empresas americanas han podido contrarrestar los movimientos y aprovechar las rotaciones sectoriales.

A pesar de estos movimientos sectoriales, las estrategias con componentes *growth* y *quality* han vuelto a ser las mayores contribuidoras al rendimiento positivo del fondo. Es un segmento de compañías que en gran medida goza de mejor visibilidad actualmente frente a la crisis del COVID-19, gracias a sus mayores márgenes y menor endeudamiento.

Welzia Global Opportunities FI

En el conjunto del mes, que como hemos comentado ha sido lateral alcista, la rotación sectorial ha beneficiado al comportamiento del fondo. El Welzia Global Opportunities ha terminado con una revalorización del 5,24%; un 0,5% más que índices como el MSCI World Eur H o el S&P 500; y sacando casi un 2% al Stoxx 600.

Durante el mes hemos incorporado a la cartera una serie de ideas de inversión de compañías de gran calidad que actualmente creemos que están infravaloradas por el impacto en el corto plazo del COVID-19; pero cuyos fundamentos de crecimiento de largo plazo permanecen intactos. Entre estas incorporaciones destacan Disney o Booking Holdings. Por otra parte, hemos realizado ajustes en las ponderaciones para recoger ganancias en algunos valores que habían protagonizado subidas agresivas, como es el caso de Discover Financial Services, que subía un 40% desde inicios de abril; o la minera Ero Copper, con alzas superiores al 45%.

Las compañías que más han aportado positivamente a la evolución del fondo durante este mes han sido por la parte europea, Dialog Semiconductors (+26% en el mes) y la fabricante de joyería Pandora (+38%). En el caso de la primera empresa, es especialmente destacable su evolución, ya que ha presentado resultados y previsiones por encima de lo estimado. Su tecnología de Bluetooth de bajo consumo energético le ha permitido seguir creciendo en cifras de ventas a pesar de la situación de pandemia mundial. En un mundo cada vez más interconectado (relojes inteligentes, sensores en los vehículos, conectividad entre aparatos...); el disponer de una tecno-

logía Bluetooth que conecte los diferentes dispositivos con un menor consumo de batería es clave.

Por la parte norteamericana destaca la aportación de Tractor Supply. Esta es una compañía de venta de productos agrícolas al por menor. Es un mercado muy atomizado en EE.UU.; en el que muchas tiendas son de pequeños propietarios. En un entorno de limitación de la movilidad como el actual, la escala del negocio es capital, ya que te permite aprovechar las capacidades de la venta online mucho mejor que otros competidores y ganar cuota de mercado; de la que seguramente retengas en el futuro una gran parte. Esto se ha visto reflejado en la cotización, que se ha disparado más de un 20% en el periodo.

Donde sí hemos observado más cambios ha sido en la exposición total a renta variable. Comenzábamos el mes al 97% de inversión, que hemos ido bajando de manera paulatina conforme nos acercábamos al nivel de los 3.000 puntos en el S&P 500. En estos niveles de valoraciones récord preferimos guardarnos algo de liquidez para poder realizar compras si el mercado nos vuelve a ofrecer precios más atractivos de entrada.

Por la parte de divisas, eliminamos la exposición a dólar australiano aprovechando la revalorización desde el mínimo de marzo. También cerramos la exposición a riesgo dólar en niveles de 1,08. Sólo mantenemos exposición relevante a la corona sueca (9%).

Encaramos el mes de junio al 93% de exposición a la renta variable. Las principales posiciones del fondo son las siguientes: Wihlborgs Fastigheter (Inmobiliaria sueca), la compañía de alquiler de maquinaria United Rentals y la prestamista de créditos al consumo Discover Financial Services. Todas tienen un peso cercano al 2%.

Welzia Global Financials FI

El Fondo Welzia Global Financials cierra otro mes en positivo (+3,62%) recuperando parte de lo perdido durante el inicio de la crisis del coronavirus. A pesar de haber alcanzado rentabilidades positivas a fin de mes, no ha sido un período fácil; prácticamente la rentabilidad se ha obtenido en los últimos días del mes. Un avance por parte del Consejo Europeo con su plan de recuperación, con medidas de apoyo a la economía ha sido bien acogido por los activos del sector financiero, que a su vez habían quedado rezagados, por lo que se han visto muy beneficiados de esta rotación sectorial.

En el mes de mayo hemos visto una gran divergencia en los movimientos de los subsectores, donde el mejor comportamiento ha sido el de las Fintech, seguido del sector asegurador en Estados Unidos, con un muy buen comportamiento de sector de mercado de capitales y de bancos europeos. Por otro lado, la peor parte se la habrían llevado el sector asegurador en Europa y los bancos en Estados Unidos.

En esta línea veríamos como las mayores subidas del fondo las han tenido valores de Fintech, como son el caso de PayPal que se anotaba subidas del 26% en el mes, ING que cerraba con un +15% o la aseguradora Chubb que alcanzaba revalorizaciones cercanas al 13%. Pero no todo ha tendido a comportarse bien, ya que algunos valores como BBVA o Standard Chartered sufrían caídas del 6% y 10% respectivamente.

Entre las operaciones más relevantes, en el mes reducíamos exposición a bancos europeos tras unos malos resultados, aunque permaneciendo aún invertidos en el activo, e incrementábamos nuestra exposición al sector de Fintech, con nuestra primera adquisición europea con la compra de Nexi.

Welzia Global Flexible FI

Durante mayo, el fondo retrocedió un 0,24%, situando la rentabilidad del año en el -3,38%. La mayor parte del mes, la cartera se situó en su versión defensiva, es decir, un 100% en renta fija gobierno de países desarrollados. La última semana, el indicador macroeconómico y de mercado señaló el cambio hacia la cartera intermedia. Esta cartera se construye con una posición equilibrada entre renta variable y crédito, y renta fija gobierno; con un 35% en renta variable global, un 10% en renta fija de alto rendimiento y un 55% en renta fija gobierno, y mantiene un 35% en divisa USD.

El indicador macroeconómico y de mercados ha girado desde los mínimos marcados el último mes, lo que interpreta como una señal probable de suelo para los mercados. Este movimiento ha supuesto cambiar hacia la cartera intermedia. El siguiente paso hacia una situación normal se producirá cuando el indicador llegue a terreno positivo, indicando que la situación macroeconómica y en los mercados es estable para invertir.

Durante próximo mes, esperamos que el fondo capture en parte la recuperación de los mercados a través de la renta variable y el crédito. Esta situación se prolongará hasta que el indicador vuelva a terreno positivo, impulsado por una mejora macroeconómica y/o una caída en la volatilidad de los precios de los activos; o vuelva a marcar nuevos valores mínimos y cambie de nuevo hacia la cartera defensiva.

Fondo	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Año	2019	2018	2017	2016	
Fondo Renta Fija Corto Plazo								
Welzia Patrimonio	10.97	0.08%	-0.86%	1.00%	-1.13%	0.26%	-0.82%	1.20
Fondos gestionados por Riesgo								
Welzia Ahorro 5	11.10	0.99%	-0.11%	5.60%	-10.87%	5.02%	0.26%	3.82
Welzia Flexible 10	9.94	1.74%	1.85%	9.77%	-12.20%	7.70%	-2.39%	8.65
Welzia Global Flexible	85.32	-0.24%	-3.38%	5.23%	-12.92%	-	-	-
Fondos Temáticos								
Welzia Global Financials	5.54	3.62%	-21.79%	18.75%	-18.58%	11.29%	-4.21%	33.66
Welzia Global Opportunities	11.00	5.23%	-10.06%	18.96%	-17.90%	7.45%	7.06%	29.87
Welzia World Equity	12.26	4.44%	-7.05%	20.97%	-14.58%	12.94%	1.15%	24.80
Fondos Egeria								
Egeria Ahorro	10.49	0.48%	-5.21%	4.64%	-2.37%	0.95%	0.60%	4.45
Egeria Global A	8.35	1.85%	-11.84%	9.92%	-11.58%	5.26%	-0.93%	16.90
Egeria Coyuntura	267.37	2.41%	-13.23%	20.56%	-11.03%	7.91%	-0.34%	20.57

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

Datos a 31 mayo

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

Evolución SICAVs Welzia

Sicav	Valor	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Acumulado 2020	2019	2018	2017	2016	
Sicav 1	12.63	4.65%	-4.75%	25.53%	-19.48%	11.62%	1.38%	21.03
Sicav 2	11.58	3.42%	-8.10%	29.80%	-21.75%	11.82%	2.80%	22.25
Sicav 3	4.73	4.71%	-4.43%	19.96%	-16.85%	7.24%	-0.44%	17.31
Sicav 4	7.61	2.23%	6.80%	12.57%	-7.16%	11.61%	-	8.97
Sicav 5	9.73	1.09%	-0.57%	4.89%	-7.33%	5.67%	2.80%	3.82
Sicav 6	19.13	-1.49%	-17.11%	28.99%	-8.85%	10.12%	4.48%	17.86
Sicav 7	9.75	3.13%	-8.06%	14.77%	-13.57%	-	-	17.71
Sicav 8	0.07	-98.09%	-98.46%	5.13%	-15.79%	-	-	10.11
Sicav 9	6.61	1.29%	1.51%	11.35%	-0.37%	-1.75%	-	11.14

Datos a 31 mayo

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management



Tema del Mes:

At1 – CoCos

La actual crisis ha supuesto un abanico de oportunidades tanto en renta variable como en renta fija. En el caso de la renta fija europea, las diversas tipologías que componen el activo ofrecen diferentes niveles de rentabilidad esperada de acuerdo con la calidad crediticia y, entre ellas, destacan por encima de resto, los bonos financieros contingentes convertibles o CoCos.

Orígenes

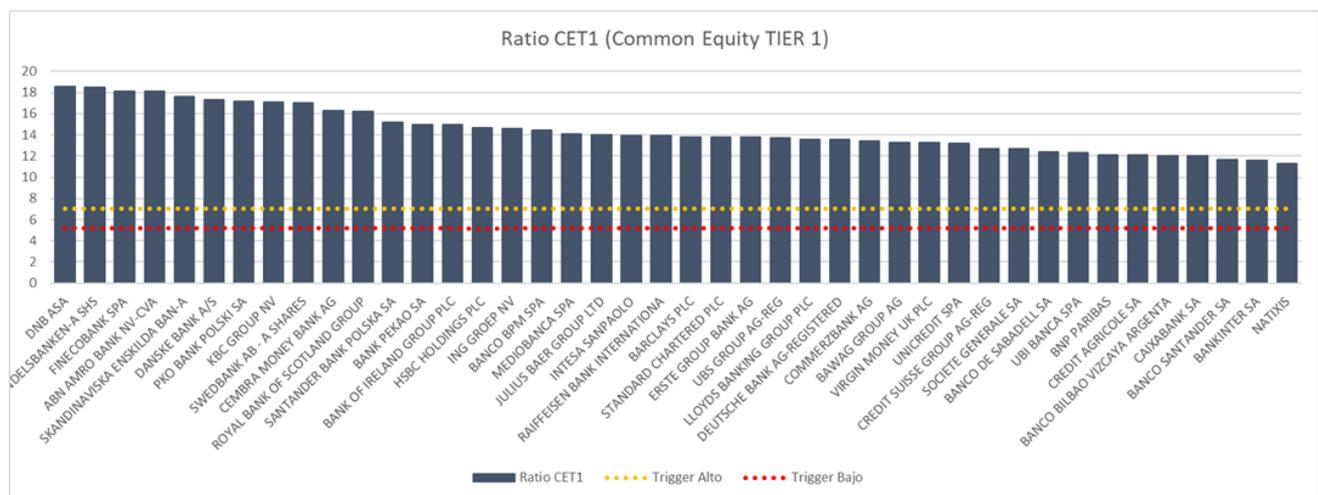
Para comenzar a hablar de esta tipología de renta fija nos tenemos que remontar a sus orígenes. Como respuesta a la crisis financiera de 2008, donde el problema 'too-big-to-fail' de los bancos encontró solución en los planes de rescate por parte de los gobiernos, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (compuesto por los gobernadores de los Bancos Centrales del G10) desarrolló Basilea III (2010), creando una nueva regulación, supervisión y control de los riesgos financieros para los bancos.

Esta nueva regulación busca mejorar la habilidad de los bancos para manejar los escenarios de crisis con mayor transparencia y claridad. Bajo Basilea III, los bancos están obligados a acumular una cantidad de capital mínimo respecto al tamaño de su balance. El capital regulatorio se divide en varias categorías de acuerdo con el grado de resistencia y a la capacidad de absorción de pérdidas. El capital Core Equity Tier 1 (CET1) es denominado de esta forma porque es el capital de mayor calidad desde la perspectiva del regulador, es decir, es el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas. Además, se toma como referencia para medir la solvencia de los bancos. Para mantener su solvencia, los bancos están obligados a mantener un porcentaje de este capital sobre sus activos ponderados por riesgo (RWA). Los activos ponderados por riesgo en un banco es una cantidad que representa el riesgo de pérdida inesperada de los activos que el banco tiene en su balance.

En una segunda capa de capital (AT1) aparecen los bonos contingentes convertibles o CoCos, se trata de deuda emitida por los bancos que tiene la capacidad de convertirse en capital para reforzar la entidad en el momento más necesario. Las condiciones para la convertibilidad se relacionan con el nivel de capital CET1. De forma que, si la ratio CET1 cae por debajo de nivel de seguridad o 'trigger' del bono, que

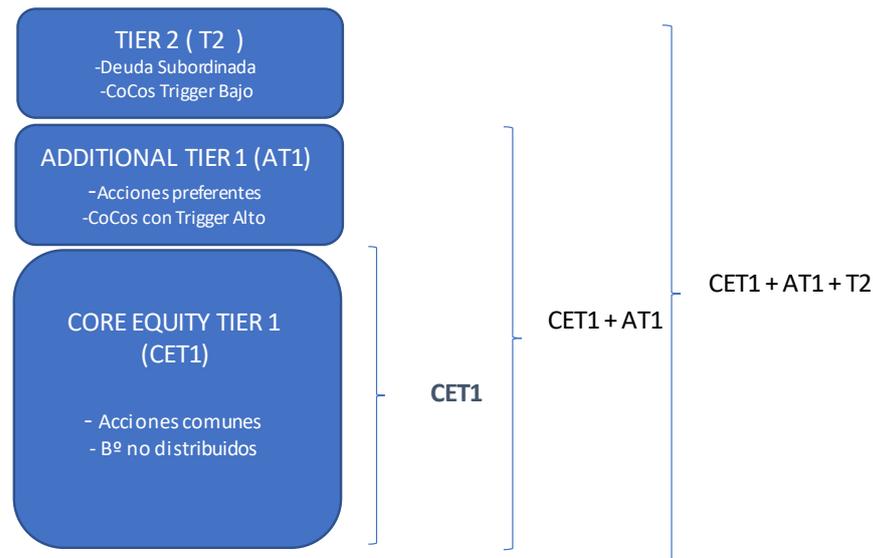
se establecen en un nivel alto de 7%, ‘trigger’ alto, y un nivel bajo, ‘trigger’ bajo, de 5,125%; el bono se convierte de forma automática en capital. El objetivo final de este nuevo instrumento es proporcionar una fuente adicional de capital para absorber pérdidas y ayudar a los bancos a permanecer en funcionamiento, especialmente cuando su solvencia se vea comprometida.

A continuación, mostramos los niveles actuales de capital CET1 en los principales bancos europeos (componentes del STOXX 600 Banks) respecto al ‘trigger’ alto y el ‘trigger’ bajo.



Durante los últimos años, los bancos han destinado recursos a reforzar capital hasta alcanzar niveles suficientes en relación con sus activos ponderados por riesgo (RWA). No obstante, existe una marcada diversidad tanto en niveles de capital CET1 como en los activos ponderados por riesgo, como se recoge en el gráfico anterior.

En una tercera capa (T2) tenemos algunos CoCos y la deuda subordinada. A continuación, mostramos un sencillo esquema de los instrumentos que componen cada capa del capital.



Desde el punto de vista del inversor, los bonos contingentes convertible o CoCos son bonos híbridos entre deuda y capital que pueden absorber pérdidas del banco cuando la ratio de CET1 del banco emisor cae por debajo de cierto nivel. La fórmula para absorber pérdidas es la conversión en acciones a un precio dado, una quita parcial/completa o permanente/temporal y la supresión del pago del cupón. Este tipo de deuda es perpetua, pero presenta la posibilidad recompra o 'CALL' del bono a la par en plazos de 5 o 10 años. La opción 'CALL' se encuentra sometida a la discrecionalidad del emisor.

Si pensamos que los balances de las entidades están saneados y su capital cubre los activos ponderados por riesgo, los CoCos se comportan como un bono con un cupón elevado generando rentabilidades positivas fijas durante un plazo, ya que se recibe el pago de intereses durante el periodo. El inversor recibe mayor rentabilidad que otras deudas del banco, mientras mantenga su condición de bono, y puesto que para los inversores esta capacidad de convertibilidad no es gratis se exigen una rentabilidad superior.

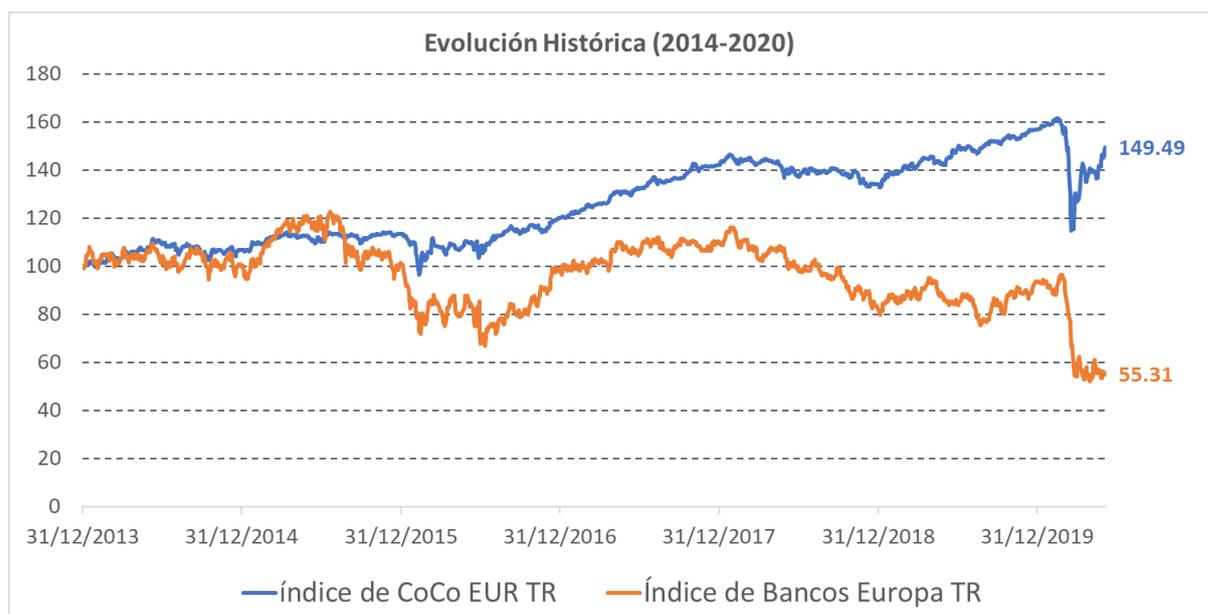
Por otro lado, el inversor podría invertir en banca comprando acciones y recibir la rentabilidad de la del precio y el pago del dividendo, asumiendo mayor riesgo. Mientras que los accionistas participan de los beneficios de las entidades y, por tanto, su rentabilidad depende de las perspectivas de crecimiento del banco. Los bonistas se benefician de un sector más fuerte y capitalizado debido a las exigencias de capital del supervisor.

Evolución

Durante los últimos años, los tipos negativos en la Eurozona, que han resultado un bálsamo para el resto de las compañías, han hecho sufrir a la actividad de los ban-

cos. Cuando caen los tipos de interés, las empresas pueden financiarse más barato, y esto, incluye a los bancos que han logrado financiarse a niveles nunca visto antes. Pero desde que los tipos entraron en terreno negativo, en junio de 2014, los bancos ven muy mermada su capacidad de obtener ingresos en su actividad principal. Las expectativas sobre tipos de interés bajos por un periodo prolongado de tiempo ha sido uno de los motivos del contraste entre el comportamiento de las acciones de los bancos y el comportamiento de su deuda subordinada, en especial los CoCos. Pero no el único, las exigencias regulatorias para prevenir futuros rescates con dinero público y el colchón de capital acumulado por los bancos es también responsable de este diferencial.

A continuación, mostramos la divergencia entre inversiones realizadas en acciones o bonos CoCos de los bancos europeos. Para ello, comparamos el rendimiento del Índice Markit iBoxx EUR Contingent Convertible Liquid Developed Market AT1 con el rendimiento del Stoxx 600 Banks con dividendos desde 2014.



Desde Welzia, esta subclase de renta fija ha estado presente en las carteras de asignación de activos como otra componente de la parte de renta fija de alto rendimiento, que aporta diversificación a los bonos tradicionales como 'High Yield' o bonos de países emergentes. Además, desde 2013, Welzia gestiona un producto de inversión especializado en CoCos que acumula rendimientos similares al índice de CoCos representativo de la banca europea.

Cuando los analizamos esta tipología de bonos como una nueva fuente de alta rentabilidad en renta fija. Los bancos europeos que emiten los CoCos muestran un rating medio de A- según S&P, muy superior al rating medio del índice de bonos 'High

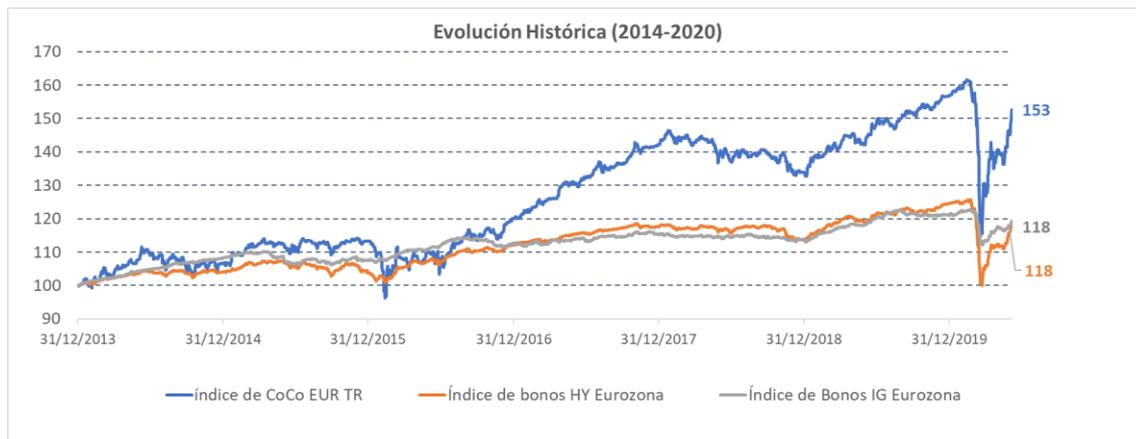
Yield' situado en BB o al de la mayoría de los países emergentes. En un sector donde los niveles de capital se han apuntalado durante años alejando la probabilidad de quiebra de las entidades, el riesgo asociado a esta inversión es un riesgo específico asociado a entidades concretas más que un riesgo agregado del sector. En el caso de las empresas 'High Yield' o de los países emergentes el riesgo es un riesgo agregado asociado con el ciclo de la economía más que el riesgo concreto de cada empresa o país.

A continuación, mostramos el rating de S&P de los principales bancos europeos.

Rating S&P de largo plazo

AA-		
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS		
A+	A	A-
BNP PARIBAS SKANDINAVISKA ENSKILDA BAN-A SWEDBANK AB - A SHARES CREDIT AGRICOLE SA NATIXIS	BANCO SANTANDER SA SOCIETE GENERALE SA DANSKE BANK A/S ERSTE GROUP BANK AG ABN AMRO BANK NV-CVA	HSBC HOLDINGS PLC UBS GROUP AG-REG ING GROEP NV BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA KBC GROUP NV CEMBRA MONEY BANK AG RAIFFEISEN BANK INTERNATIONA
BBB+	BBB	BBB-
LLOYDS BANKING GROUP PLC CREDIT SUISSE GROUP AG-REG DEUTSCHE BANK AG-REGISTERED STANDARD CHARTERED PLC CAIXABANK SA COMMERZBANK AG BANKINTER SA BANK PEKAO SA	INTESA SANPAOLO BARCLAYS PLC UNICREDIT SPA FINCOBANK SPA ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP MEDIOBANCA SPA BANCO DE SABADELL SA	UBI BANCA SPA BANK OF IRELAND GROUP PLC VIRGIN MONEY UK PLC

Otro ejercicio interesante es mostrar el comportamiento de los principales bonos en términos comparativos en Europa. El rendimiento de los CoCos en los últimos años supera de forma significativa en rentabilidad a la renta fija de alta calidad (IG) y a la renta fija de alto rendimiento (HY) en Europa. Mostrándose como una alternativa de rentas superior al 'High Yield' europeo, que en los últimos años no ha sido capaz de aportar rendimientos superiores a los bonos de mayor calidad a pesar de tener una volatilidad y 'drawdown' significativamente superiores. Véase gráfico siguiente:



Situación actual, crisis del Coronavirus

Actualmente, existe el riesgo de que muchas de las entidades de la Eurozona puedan ver comprometidos sus niveles de capital para los próximos años, si la economía no consigue remontar. Es por eso por lo que se han generado importantes problemas de confianza en algunos de los gigantes financieros ante el temor de una nueva crisis financiera. Pero no hay que olvidar que los bancos son el principal instrumento de Bancos Centrales y gobiernos para desarrollar los planes de ayuda a empresas y familias.

Desde Welzia, creemos que la crisis actual, aunque severa, no es una crisis financiera, de hecho, los bancos están mucho más capitalizados que en crisis anteriores, y las medidas excepcionales de los Bancos Centrales son extremadamente positivas para el sector bancario y, en especial, para su deuda. Por ejemplo, el BCE anunció medidas de alivio extremadamente favorables para los bancos europeos y para los tenedores de deuda. Las principales líneas son:

Medidas sobre el capital: suspensión temporal de los colchones de conservación (2,5% del CET1) y del Pilar 2G, y reducción o eliminación del colchón contracíclico. Esta medida reduce el riesgo de impago de cupones y flexibiliza la ratio de capital.

Medidas de liquidez: facilidad de acceso a liquidez (TLTRO 3) y la posibilidad para los bancos de situarse por debajo de su ratio de cobertura de liquidez.

Medidas sobre la calidad de los activos: se relajan las reglas sobre calidad, en particular en la cuenta de préstamos de dudoso cobro.

Posponen las pruebas de stress de 2020.

Para finalizar, nos remontamos a los resultados de las pruebas de stress 2018 de la EBA. Estos resultados señalaban y predecían el impacto de una crisis como la actual, bajo el supuesto de una caída del PIB de 8,3% por un largo periodo tiempo, de hasta 3 años. En este escenario, el impacto medio en el capital CET1 de los bancos caería como máximo 4,1 puntos, dejando los niveles de la ratio CET1 por encima del 10%. Es decir, significativamente superior a los 'triggers' de 7 y 5,125%. Esto es una prueba de que los fundamentales de los bancos son solventes y tienen suficiente capital para absorber el shock actual. Actualmente, los bancos continúan amortizando los bonos en la fecha de 'CALL' siempre que les sea rentable respecto al coste de la nueva financiación, lo que es otro síntoma de la robustez del sector bancario europeo.

Prefelicity SICAV

En Welzia Management, tenemos un producto de inversión especializado puramente en CoCos. Esta IIC nació en 2013 ante la oportunidad regulatoria que suponía la inversión en esta tipología de bonos. La estrategia invierte directamente en bonos CoCos de los principales bancos europeos, concentrando sus posiciones más importantes en los bancos más representativos de cada economía europea. Esto supone invertir entre 15-20 emisores de los principales países europeos.

Esta estrategia disfrutó de rentabilidades o 'yields' a 12 meses de hasta el 8% en el inicio de su andadura, cuando los tipos no estaban tan deprimidos. En los últimos años, el 'yield' objetivo a 12 meses fue cayendo hasta niveles del 3-4% para los bonos en euros de los mayores bancos de la Eurozona. Niveles que no considerábamos atractivos desde un punto de vista de rentabilidad/riesgo. De forma que la cartera se mantuvo infrainvertida durante el último año y medio previo a la crisis.

La crisis Covid-2019 y su impacto en los mercados ha supuesto una nueva oportunidad para esta estrategia de inversión. La elevada liquidez acumulada antes de la caída y los niveles de 'yield' observados en marzo han supuesto una oportunidad de inversión no vista desde hace varios años. La cartera ha incorporado emisores de alta calidad, es decir, con posiciones de capital holgadas, de los principales países europeos con 'Current Yield', o cupón del bono dividido entre precio de adquisición, superiores al 7%. Algunas de estas posiciones fueron adquiridas con caídas superiores al 30%. La estrategia se ha concentrado en los bancos de los países 'CORE' de Europa, en las emisiones con mayores cupones y con opciones 'CALL' más largas, principalmente en vencimientos 2024-26. Estos bonos son los que mejor se han comportado en el inicio de la recuperación desde marzo y han supuesto el principal motor de rentabilidad de la estrategia. A continuación, muestro un gráfico de la estrategia respecto a vehículos de inversión similares YTD y desde su inicio.

Evolución YTD:



Evolución Histórica desde inicio de estrategia (2013):



En conclusión, la inversión en este tipo de producto requiere de un conocimiento exhaustivo del mismo, y el reconocimiento de que, aunque es un instrumento de renta fija, puede ser convertido en acciones en los momentos de mayor estrés para una entidad financiera. El riesgo de pérdida del capital, por tanto, se remunera, por lo que sólo es un activo apto para aquellos inversores con una mayor tolerancia al riesgo o como complemento en el 'asset allocation' de carteras más diversificadas.



Indicadores MACRO

		PIB (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último* ₂	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Agregado Global	1.72	2.44	2.80		2.90	3.70	3.00	-3.00
	Estados Unidos	2.30	2.40	2.40	1.60	2.30	2.90	2.30	-5.70
	Union Europea	-3.20	0.90	1.50	1.70	2.50	1.80	1.20	-7.55
	Japón	-2.00	0.20	0.60	1.00	1.60	0.70	1.00	-4.90
	Reino Unido	-1.60	2.60	2.20	2.00	1.70	1.40	1.30	-7.80
	Suiza	-1.50	1.90	0.80	1.40	1.00	2.60	0.80	-5.30
	Alemania	-2.30	1.60	1.50	1.85	2.50	1.50	0.60	-6.20
	Francia	-5.00	0.40	1.10	1.10	1.90	1.50	1.20	-9.00
	Italia	-5.40	-0.40	0.70	0.90	1.50	0.80	0.20	-10.20
	España	-4.10	1.30	3.20	3.20	3.10	2.50	2.00	-9.10

		EMERGENTES							
		Último* ₂	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Agregado Emerg.	-3.35	5.40	5.10	4.70	4.70	4.97	4.32	0.02
	Brasil	-0.25	0.05	-3.70	-3.50	1.00	1.22	1.10	-5.10
	Rusia	1.60	0.50	-3.70	-0.50	1.50	1.80	1.30	-4.75
	India	5.30	4.70	7.35	7.50	6.30	7.40	5.00	4.29
	China	-6.80	7.40	6.90	6.70	6.90	6.60	6.10	1.70

		IPC (YoY %)*							
		DESARROLLADOS							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Estados Unidos	0.30	1.60	0.10	1.30	2.10	2.40	1.80	0.80
	Union Europea	1.43	0.40	0.00	0.20	1.50	1.70	1.20	0.40
	Japón	0.10	2.70	0.80	-0.10	0.50	1.00	0.50	0.00
	Reino Unido	0.80	1.50	0.00	0.70	2.70	2.50	1.80	0.90
	Suiza	-1.30	0.00	-1.10	-0.40	0.50	0.90	0.40	-0.50
	Alemania	0.50	0.80	0.10	0.45	1.70	1.90	1.40	0.80
	Francia	0.20	0.60	0.10	0.25	1.20	2.10	1.30	0.50
	Italia	-0.10	0.20	0.10	-0.10	1.30	1.20	0.60	0.00
	España	-1.00	-0.10	-0.60	-0.40	2.00	1.70	0.80	-0.10

		EMERGENTES							
		Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
	Brasil	2.40	6.30	9.00	8.75	3.40	3.70	3.70	2.50
	Rusia	3.10	7.80	15.60	7.10	3.70	2.90	4.50	3.40
	India	5.45	7.20	6.15	4.90	4.50	4.07	4.15	4.70
	China	3.30	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

*₂QoQ anualizado



Indicadores MERCADO

BOLSAS EUROPA								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Euro Stoxx 50	3050.20	-17.3%	-4.9%	-1.94%	0.20%	20.21	3.1%	3,216,569
FTSE 100	6076.60	-18.1%	-11.8%	-2.98%	1.25%	22.37	3.9%	2,160,562
SWISS MKT	9831.49	-4.4%	6.7%	6.41%	4.71%	20.94	3.2%	1,260,248
DAX	11586.85	-12.5%	-1.2%	-2.80%	0.30%	24.39	2.9%	1,273,649
CAC 40	4695.44	-20.5%	-8.0%	-1.14%	1.78%	19.84	3.0%	1,770,168
FTSE MIB	18197.56	-21.6%	-5.8%	-1.23%	-1.83%	22.41	3.9%	503,082
IBEX 35	7096.50	-24.9%	-18.4%	-9.96%	-5.20%	27.54	3.4%	543,775

Value	87.80	-24.4%	-15.2%	-6.25%	-3.55%	17.00	4.2%	5,703,534
Growth	145.21	-6.0%	7.7%	4.40%	3.85%	23.30	1.9%	5,577,115

Large	3050.20	-17.3%	-4.9%	-1.94%	0.20%	20.21	3.1%	3,216,569
Small	416.33	-15.1%	-2.6%	-0.68%	3.68%	22.07	2.6%	1,663,182

BOLSAS ESTADOS UNIDOS								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
S&P 500	3044.31	-5.0%	12.8%	10.23%	9.85%	21.72	1.9%	26,917,066
DOW JONES	25383.11	-10.1%	4.8%	9.06%	9.75%	19.48	2.4%	7,983,105
NASDAQ	9555.52	9.9%	35.4%	19.46%	17.54%	30.12	0.9%	11,107,002

Value	1083.07	-14.7%	4.2%	4.72%	5.76%	16.52	2.9%	16,193,636
Growth	2013.60	3.7%	20.1%	15.05%	13.26%	28.18	1.2%	19,480,670

Large	3044.31	-5.0%	12.8%	10.23%	9.85%	21.72	1.9%	26,917,066
Small	1394.04	-16.0%	-3.5%	1.96%	3.70%	59.37	1.2%	2,153,642

RESTO DEL MUNDO								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Nikkei 225	21877.89	-6.6%	8.5%	5.80%	3.27%	26.43	1.9%	3,245,892
IBOVESPA	87402.60	-24.4%	-9.9%	11.71%	10.62%	34.81	3.1%	592,202
MOEX	2734.83	-9.3%	10.7%	20.48%	17.72%	7.32	6.7%	565,008
NIFTY	9580.30	-20.8%	-18.5%	1.30%	4.05%	19.84	1.8%	1,024,674
CSI 300	3867.02	-5.3%	8.8%	5.73%	-2.39%	14.91	2.5%	4,470,212
HANG SENG	22961.47	-17.9%	-12.2%	-0.17%	0.04%	10.60	3.5%	2,113,868
MSCI Emerging M.	930.35	-15.9%	-4.1%	0.20%	1.27%	16.00	2.6%	17,025,901

DIVISAS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
EURUSD	1.11	-0.87%	-0.26%	-0.42%	0.32%
EURGBP	0.90	5.30%	2.03%	1.03%	4.58%
USDJPY	107.83	-0.96%	-1.61%	-0.90%	-2.88%
USDCNY	7.14	2.14%	3.21%	1.53%	2.85%

BONOS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
Euro - Bund, 10YR	172.46	1.16%	2.64%	2.04%	2.12%
Euro - Buxl, 30 YR	212.04	6.89%	8.11%	8.01%	5.55%
US Treasury, 5YR	125.82	6.16%	7.85%	1.93%	0.98%
US Treasury, 10YR	139.38	8.44%	10.95%	3.27%	1.79%
US Treasury, 30YR	180.00	15.20%	17.84%	5.08%	3.04%

TIPOS					
	Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M
Euro Govt 10YR Yield	-0.45	-0.47	-0.61	-0.36	-0.20
US Govt 10YR Yield	0.65	0.63	1.15	1.78	2.12
UK Govt 10YR Yield	0.18	0.29	0.44	0.70	0.89
Japan Govt 10YR Yield	0.01	-0.04	-0.15	-0.07	-0.09

Análisis Técnico

Eurostoxx 50 - Escala semanal

En el mes hemos visto como ha mantenido la lateralización durante las tres primeras semanas, para romper la resistencia de los 3.000 puntos en la última. De confirmarse esta rotura, el 3.000 se convertiría en soporte, y ya hemos visto que es una referencia fuerte que debería de costarle traspasar a la baja. Por el lado alcista, el primer gran nivel en el que podríamos ver una cierta ralentización de la subida es el 3.300; donde coincide una resistencia y la línea de tendencia que marcaba desde 2012.



Ibex 35 - Escala semanal

Al igual que el índice europeo, durante la última semana del mes ha conseguido superara una resistencia importante, los 7.000 puntos. De confirmar esta rotura, podríamos ver un alza relativamente rápido hasta los 8.000. De todos modos, en este caso estamos más lejos de retomar la tendencia alcista de 2012, para lo que tendríamos que llegar a los 9.000 puntos. Por el lado bajista, el nivel actual se convierte en soporte.



S&P 500 - Escala semanal

El índice norteamericano se ha colocado por encima del canal alcista que viene de 2008 con la rotura de los 3.000 puntos. Dicho nivel se convierte ahora en un soporte muy relevante, y donde debería de parar en caso de sufrir un retroceso. Por otro lado, ahora mismo se sitúa en disposición de atacar los máximos históricos, ya que no hay más referencias al alza que ésta. Dado el nivel de sobrecompra, podemos pensar que el camino alcista será menos vertical que lo observado en estos últimos dos meses.



EUR/USD - Escala semanal

A finales de este mes de mayo hemos comprobado como el cruce ha roto el canal bajista que veníamos dibujando desde 2018. Como pudimos comprobar en marzo, puede tratarse de una rotura en falso. Para confirmar el cambio de tendencia, es necesario que veamos varios cierres semanales por encima. De ocurrir esta situación, podríamos ver un movimiento relativamente rápido hasta el 1,15. En caso contrario, mantendríamos la tendencia lateral bajista.



Disclaimer / Limitación de Responsabilidad

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

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