Informe Mensual

Abril 2020

La evolución de los mercados financieros durante los meses de febrero y marzo pasará a los anales de la historia, por derecho propio, como uno de los "cracs" bursátiles más importantes, más rápidos y explosivos de la era moderna. Estas fuertes caídas vienen de la mano de una tragedia humana y social por la que, desde Welzia Management, queremos expresar en estas líneas todo nuestro apoyo al sistema sanitario del país y desear salud a todos nuestros lectores.

Una de las peculiaridades de este desplome es que se ha producido en un entorno de complacencia, en el que el S&P 500 había alcanzado máximos históricos apenas unos días antes, el 19 de febrero con una cota de 3.386,15 puntos. En el momento más álgido de la crisis, el 23 de marzo, el S&P tocaba los 2.191 puntos, una caída de más de 1.100 puntos (-35% desde máximos), que venía acompañada de fuertes ampliaciones de crédito, en muchos casos de compañías de buena calidad y buen balance, con bonos incluso a muy corto plazo. Sin duda, un fuerte momento de tensión y pánico en los mercados que, afectados por los miedos personales dada la expansión del Coronavirus a nivel mundial, entraban en un proceso de ventas indiscriminadas.

Cada crisis, cada "cisne negro", es diferente y en este caso no existen precedentes para que los economistas puedan modelizar un proceso de cuarentena a escala mundial. El mundo se para y se producirá una recesión de la que, como todas, no conoceremos el alcance hasta que la hayamos superado.

Sin embargo, a diferencia de otras ocasiones, las actuaciones de los gobiernos y los bancos centrales han sido relativamente rápidas (obviamos el tema sanitario). La Reserva Federal bajó los tipos al 0%. Después de un primer intento de calmar los mercados, Jerome Powell se vio forzado a bajar de nuevo 100 puntos básicos y a introducir una serie de medidas no vistas desde la quiebra de Lehman Brothers. Christine Lagarde, después de un monumental fallo de comunicación en la rueda de prensa de su reunión periódica, que provocó ampliaciones en la deuda periférica cuando menos convenía, introdujo posteriormente un programa de compras masivo de deuda, eliminando muchas de las restricciones que tenía impuestas en los últimos años.

Los gobiernos por su parte, primero en Europa y luego en Estados Unidos, al mismo tiempo que procedían a realizar cuarentenas, ofrecían múltiples programas de alivio económico para intentar minimizar el impacto en el empleo y en las empresas con problemas. Algunos de los programas alcanzan importantes pesos sobre el PIB y provocarán unos fuertes déficits públicos, que habrá que financiar en el futuro. Estados Unidos, por citar un ejemplo, ha lanzado un programa de $2 Trn (2 Billones de dólares) que incluyen entre otras cosas cheques para las familias con menores ingresos y ayudas para sectores más perjudicados.

Todas estas medidas parece que dan algo de pausa al mercado, y el VIX, índice de volatilidad, que llegó a niveles de 85, cierra el mes por debajo de 60. La bolsa americana rebota un 20% desde mínimos y enjuga parte de las caídas de las últimas semanas. Los spreads de High yield se recuperan en parte y algunos productos recuperan parte de sus caídas con la esperanza y las miradas puestas en Italia, donde la curva de contagios se reduce y donde veremos las primeras señales de estabilización de esta crisis.

TEMARIO

Entorno Macroeconómico
Resumen de Mercados
Recomendaciones
Evolución Fondos Welzia
Evolución SICAVS Welzia
Tema del Mes:
Dificultades en el crédito
Indicadores MACRO
Indicadores MERCADO
Análisis Técnico
Disclaimer

Entorno Macroeconómico

EUROPA

La expansión de los casos del virus en Europa se produjo durante este mes de marzo. El día ocho, mientras en España se celebraban las manifestaciones del día de la mujer, Italia decretó la cuarentena en la región de Lombardía y otras catorce provincias como el Veneto y Piamonte, cubriendo un área de 16 millones de personas. El 9 de marzo se confirmó la cuarentena para el resto del país. España tardó una semana en imitar al país transalpino y cerró sus puertas el 16 de marzo. Similares medidas se tomaron en el resto de Europa, a excepción del Reino Unido, que intentó una estrategia diferenciada pero que terminó sucumbiendo a la presión asistencial de los sistemas de salud y declarando la cuarentena completa el 23 de marzo.

Buena parte de los datos macro de estas semanas están y estarán distorsionados por estos hechos, así que no es de extrañar que veamos caídas de expectativas de la encuesta de confianza ZEW en Alemania que pasó de 8,7 a -49,5, desplomes en los PMI de marzo, que de niveles cercanos a 50 caen a niveles de 39 (tanto manufacturas como servicios) y que las expectativas de los economistas para los datos de marzo y abril sean aún más bajas, en algunos casos en cotas no vistas jamás.

Por su parte, los gobiernos y los bancos centrales han ido añadiendo medidas a su arsenal, de forma torpe y en ocasiones descoordinada. La falta de previsión de la clase política ha hecho que durante días se fuera añadiendo ceros al recuento de víctimas y a los programas monetarios y fiscales. El máximo exponente de torpeza fue protagonizado por Christine Lagarde, que en mitad de la tormenta económica, en lugar de apoyar la cohesión de la deuda pública europea, indicó en la rueda de prensa de la reunión del jueves 12 de marzo que “el BCE no tiene como misión cerrar los spreads periféricos”. Grave error de comunicación, que arrojó más leña al fuego de la volatilidad. Ese día las bolsas europeas caían más del 12%. Días después, forzada por la situación, terminó anunciando un gigantesco programa de compras (“Pandemic Emergency Purchase Programme”), por valor de 750 Bn con carácter flexible y relajando muchas de las medidas autoimpuestas en otros QE.

Algunos países como Alemania, han aprobado la mayor expansión fiscal desde la II Guerra Mundial, con un presupuesto de 750 Bn, que se divide en ayudas directas para los sectores más afectados y un fondo de estabilización que permita financiar y

mantener las líneas de crédito abiertas para las empresas del país. En el caso del gobierno español, las cifras rondan el 20% del PIB, unos 200 Billones de euros.

Sin embargo, los eurobonos (o coronabonos) deben esperar. La habitual resistencia a mutualizar la deuda de los países ahorradores del norte sigue vigente a pesar de la gravedad de la crisis. Argumentan que existen mecanismos de rescate aprobados y vigentes como el ESM ("European Stability Mechanism") que dispone de un tamaño de 500 Bn pero que, a diferencia de la emisión conjunta de deuda, supone un rescate en toda regla con una condicionalidad que los países endeudados del sur no están dispuestos a admitir en este momento.

ESTADOS UNIDOS

Lejos quedan ya las preocupaciones por las elecciones en Estados Unidos de noviembre; aunque la realidad es que una de las mayores preocupaciones del mercado se había ido diluyendo, con la victoria de Joe Biden en el supermartes demócrata. Biden se sitúa como rival de Trump a la casa blanca después de adquirir 646 delegados por 554 de su rival Bernie Sanders, que aunque salió derrotado en la mayoría de estados, consiguió la victoria en California, uno de los estados con mayor número de delegados. Veremos el resultado final en la convención demócrata que debería producirse a mediados de julio y que se ha postpuesto un mes por motivo de la cuarentena del coronavirus.

La Reserva Federal (FED) de la mano de Jerome Powell bajó los tipos a cero, 150 puntos básicos de bajada en dos decisiones separadas por días. La primera de ellas, de 50 puntos básicos el martes 3 de marzo, supuso una sorpresa para los mercados y lejos de tranquilizarlos, supuso una nueva mecha de desconfianza que hizo tambalear a las bolsas. Días después, el 15 de marzo, la bajada fue de un punto porcentual y vino acompañado de un amplio programa de compras (QE) por un tamaño de $ 750 Bn (500 en compras de treasuries y 250 en activos vinculados a hipotecas MBS). Se abren, además, líneas de swap entre los distintos bancos centrales para evitar que la liquidez se reduzca en el sistema. Con posterioridad, el lunes 23 de marzo, coincidiendo con el mínimo del mes de marzo en el S&P 500, se anunciaron programas de compras de pagarés y activos de corto plazo, para compañías de buen rating, con el objetivo de mantener el crédito fluido en el país; también comienzan a implementarse servicios de financiación con colateral, y programas de soporte al mercado monetario y al crédito en mercado primario y secundario.

Y lo más significativo, se cambia el lenguaje del programa de compras, eliminando la referencia a una cantidad concreta, que se sustituye por la frase: "las cantidades necesarias para soportar el correcto funcionamiento del mercado y la eficiente transmisión de la política monetaria". Por tanto la FED no se impone límites en su programa de compras lo que supone un momento realmente importante en la política monetaria de Estados Unidos.

El congreso norteamericano, por su parte, pese a algunas discrepancias iniciales, actuó rápidamente y aprobó un paquete extraordinario de medidas (CARES act), dotado con un presupuesto de $ 2 Trillion (Billones europeos) en el que se otorgan ayudas a particulares en forma de cheques por valor máximo de 1.200 $ para adultos con ingresos menores a 75.000 $ (con un máximo en 99.000 $) y 500 $ por niño. También se aprueban otro tipo de medidas como mayores prestaciones por desempleo, préstamos para grandes y pequeñas compañías, paquetes de ayuda para la industria aérea, ayudas para los distintos estados y municipios, junto con cifras cercanas a los $180 Bn para ayudas directas a hospitales, programas alimenticios, compras de material, etc.

Por la propia idiosincrasia norteamericana, la cuarentena está siendo bastante irregular, estado por estado y con mayor movilidad que en Europa. Sólo el tiempo dirá cómo de rápido se actuó y cómo de eficientes fueron las medidas sanitarias para proteger a la sociedad de la actuación del virus, y veremos las consecuencias en las distintas formas de afrontar la enfermedad. En cualquier caso, las primeras cifras de empleo que hemos ido conociendo están siendo realmente increíbles. En la primera semana las peticiones semanales de desempleo que rondaban previamente las 300.000 personas se disparaban hasta los 3,3 Millones. Cifras jamás vistas y que seguramente se vean eclipsadas una vez vaya adentrándose el mes de abril.

welzia

Resumen de Mercados

Mercado Monetario

Si bien las curvas e indicadores de corto plazo comenzaron a reflejar la tensión económica producida por el coronavirus en el mes de febrero, durante el mes de marzo se produjo un auténtico terremoto en muchos de los indicadores, tanto por las bajadas de tipos, como por la tensión que comenzaba a vivirse en el mercado interbancario.

A comienzos de marzo, los futuros cotizaban 4 bajadas de tipos de 25 puntos básicos para los próximos meses y finalmente los mismos se fueron produciendo durante el mes. El día 3 de marzo, Powell en un movimiento inesperado bajaba 50 puntos básicos los tipos (algo que lejos de tranquilizar al mercado, lo hizo ponerse más nervioso) y el 15 de marzo finalmente otros 100 puntos básicos hasta dejar los tipos en el rango del 0%-0,25%. El espectro de tipos negativos en USA de momento se evita y los indicadores futuros parece que descuentan una estabilización de los mismos.

Algunos indicadores como el TED spread, que fue de mucha relevancia en 2008-2009 en la Gran Crisis Financiera, vuelven a la palestra, 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) aunque en unos niveles muy inferiores a los que vimos entonces. La Fed por su parte, ha realizado intensos programas de corto plazo, líneas de liquidez vía Swaps con otros bancos centrales, programas de pagarés (CPFF Comercial Paper Funding Facility), programas de colaterales para fondos monetarios (MMLF Money Market Liquidity Facility) y otra serie de medidas para mantener fluida la liquidez en estos momentos de estrés.

En Europa, Christine Lagarde no bajó los tipos, pero también flexibilizó los programas de compras para integrar compras de pagarés y papel comercial de entidades no financieras y con rating elegible para el CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) así como relajar otras restricciones como la de colaterales requeridos. Los tipos de préstamos interbancarios como el Euribor se tensionan al igual que en Estados Unidos, pero siguen en niveles muy bajos en comparación con la crisis financiera del 2008 o de las dudas de la deuda periférica de 2011-2012.

Renta Fija

El comportamiento de activos de gobierno y de bonos corporativos merecen un capítulo individualizado en este mensual.

Comenzando por los bonos de gobierno, la reacción de los Treasuries a las bajadas de tipos de la FED y al miedo generado por una recesión motivada por el coronavirus, lleva al treasury americano a alcanzar el nivel más bajo de su historia. En la sesión del 9 de marzo, los bonos a 10 años americanos cotizaban con yields cercanas al 0,40% y con posterioridad, llegaron a subir hasta el 1,20% digiriendo los compromisos de gasto público propuestos por el congreso americano. Un incremento del gasto, unido a un déficit fiscal que sólo puede compararse con tiempos de guerra. La Fed, sin embargo, no permite dispararse los costes de financiación y anuncia un programa de compras (un Quantitative Easing) en el que se elimina la limitación autoimpuesta de una cantidad preestablecida. El programa será tan grande como sea necesario. Los Treasuries reaccionan y terminan el mes de nuevo en niveles cercanos al 0,70%.
Lección aprendida. “Don’t fight the FED”.

Lo dicho para Estados Unidos tendría su equivalente en los bonos europeos, si no fuera por el fallo de comunicación de Christine Lagarde en la reunión del BCE del 12 de marzo. Sus palabras (anticlímax de las de Mario Draghi) “El BCE no está para cerrar los spreads” llevaron a un fuerte incremento de los spreads periféricos. La prima de riesgo italiana repuntó 100 puntos y otras como la española o la portuguesa doblaron en unas sesiones. Todo este tiempo perdido y volatilidad añadida al mercado se solucionó unos días más tarde con un anuncio de programa de compras flexible por parte del BCE, en el que se relajaban los criterios para eliminar los límites autoimpuestos a corto plazo. Los spreads cerraron el mes por debajo de sus máximos, y la volatilidad disminuye.

Terminamos con los activos de crédito, que sufren un varapalo fortísimo, casi parejo en tamaño y amplitud al de la renta variable. Las ventas en masa de productos de crédito, motivados por los miedos a quiebras de las compañías en este entorno de crisis económica, producen fortísimas ampliaciones incluso en los activos más tranquilos, como los bonos Investment Grade. El contagio afecta a fondos pseudomonetarios y considerados alternativas a liquidez y producen fuertes pérdidas en los activos más arriesgados como el High Yield, Subordinados y deuda emergente. Algunos de estos bonos llegaron a sufrir caídas de entre el 20% y el 25% en apenas dos semanas.

El apoyo de los bancos centrales, provocan después cierta relajación de las yields que vuelven a niveles más intermedios, diluyendo parte de las pérdidas del mes. Repasaremos más esta situación en nuestro tema del mes.

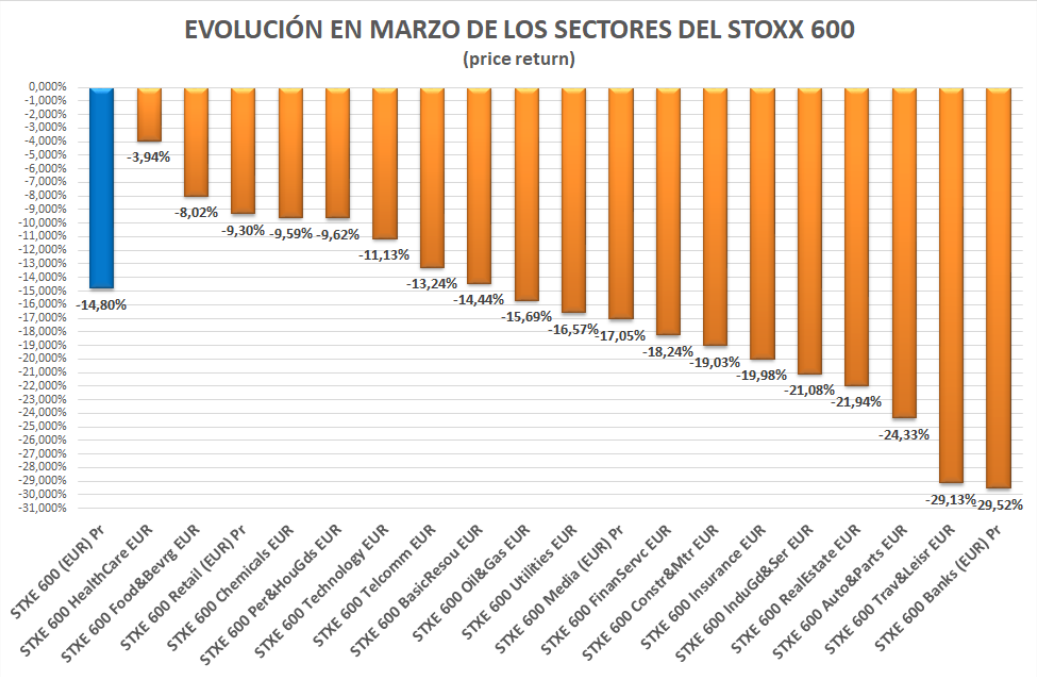
Renta Variable

El mes de marzo ha sido testigo de la continuación de las caídas desde máximos históricos de febrero. Por rapidez y profundidad, 23 sesiones bursátiles y una caída desde máximos del 35% (El S&P pasó de 3.400 a 2.200), esta crisis se puede definir claramente como un crack bursátil y acompañar en los libros de historia a otros como el Crack del 87 o el del 29. Los indicadores de volatilidad se disparan hasta niveles no vistos desde el 2008 (el Vix llegó a alcanzar niveles por encima de 80). Este número per-se quizá no nos dice nada, pero la mejor explicación es que el índice S&P 500 tuvo movimientos diarios medios durante el mes de marzo de una amplitud mayor al 4,50%. Otra forma de verlo es que, de las 5 mayores caídas de las bolsas americanas de la historia, 2 de ellas han tenido lugar durante estos días (el jueves 12 de marzo cayó un -9,51% y el lunes 16 de marzo cayó un -11,98%) y algunas de las subidas vividas durante el mes también rozan los máximos históricos de movimientos al alza en un día (por ejemplo, el rebote del viernes 13 de marzo +9,29% o del 24 de marzo +9,38%).

Desde el anuncio de compras ilimitadas por parte de la FED, las bolsas rebotaron un 20% e hicieron que el cierre del mes de marzo fuera menos malo de lo que se preveía a mitad de mes.

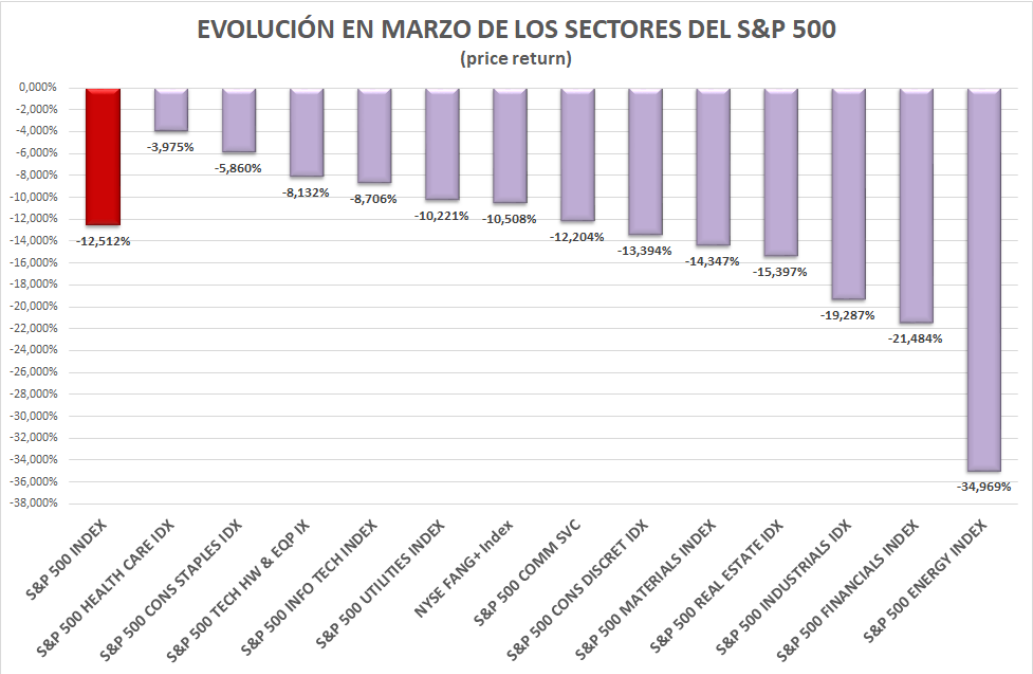
Sectorialmente, en Europa, continuó el fuerte movimiento defensivo, con caídas en todos los sectores pero con mejor comportamiento de aquellos más defensivos como salud, alimentación y bebidas y otros productos de consumo básico. Algunos más defensivos pero más endeudados como las empresas de telecomunicaciones y las eléctricas también sufrieron y la palma se la llevaron autos, reits y sobre todo las compañías relacionadas con el turismo y los bancos.

Los bancos fueron los afectados por los recortes de tipos, pero sobre todo porque ponen en precio una más que posible recesión y el incremento de los préstamos fallidos y la morosidad. Esta situación también se produce en los instrumentos de capital bancario (Coco's ó AT1) que sufren en igual medida. Sin embargo, el regulador bancario, consciente de que la situación de capital de la banca actualmente es mucho mejor que la del 2008-2009 ya que los ratios de capital se han incrementado mucho desde entonces, bendice bajadas de dividendos para tratar de contener la crisis y no solicita recortes en los pagos de cupones de los AT1, por lo que ese activo se recupera con mayor rapidez que las propias acciones.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

En Estados Unidos, de igual forma, tuvo un comportamiento sectorial acorde al nivel de riesgo de las distintas empresas. Salud y consumo básico capearon mejor las caídas y de nuevo, como en el mes de febrero, el sector de tecnología, dentro del que se encuentran las FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google), ha capeado bastante bien el temporal. Las peores caídas se las llevan industriales, financieras (mismo razonamiento que en el caso europeo) y sobre todo energía. La falta de entendimiento entre Rusia y Arabia Saudí lleva a un desplome del petróleo de casi el 60% en el mes de marzo y esto supone un latigazo para el sector que cae cerca de un 35%.



FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

Materias Primas

El petróleo ha sido uno de los causantes del derrumbe de los mercados en estos días aciagos. Durante los meses de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, la menor demanda provocada por las dudas sobre la economía fue compensada por recortes de producción al alimón, entre los países productores de la OPEC+ (principalmente entre Rusia y Arabia Saudí). Un período de relativa tranquilidad que fue aprovechado para sacar a bolsa una pequeña parte de la petrolera del gobierno saudí: Aramco. Sin embargo, las dudas sobre el crecimiento económico y los efectos por el coronavirus desataron un conflicto diplomático interno dentro del cártel y en lugar de mayores recortes, que era lo esperado, lo que se produjo fue una ruptura total; Arabia Saudí anunció el 9 de marzo, que volverían a producir crudo a su máxima capacidad y una rebaja de precios para sus barriles cercana a 10 $. El petróleo cayó ese día un 30% mientras el treasury alcanzaba su nivel más bajo de la historia. El Brent, que había comenzado el mes en niveles de 50 dólares, terminó cerrando con precios cercanos a 21 dólares el barril (casi un 60% de caída).

El oro, tradicionalmente activo refugio durante las crisis, no tuvo un buen comportamiento durante el mes de marzo. En algunos casos incluso se unió a las caídas bursátiles y rompió su correlación negativa con las bolsas. Prevaleció su correlación con los tipos reales americanos, que a la postre fueron los que dictaron su caída y su posterior recuperación, hasta permanecer plano a finales de mes, (apenas dejó una ligera caída del 0,54% en el mes).

Divisas

En uno de los períodos más convulsos de la historia bursátil, con fuertes intervenciones por parte de los bancos centrales, y 150 puntos básicos de bajada de tipos, el dólar ha seguido mostrando su fortaleza como activo refugio. Frente al euro, sin embargo, ha tenido mucha volatilidad y tan pronto se debilitó hasta el 1,15 como se apreció hasta el 1,06. Un rango de variación superior al 7% y que no había sido habitual de ver en los últimos tiempos, en los que la volatilidad de las divisas estaba muy comedida.

Frente a divisas emergentes, la apreciación del dólar ha venido acompañada de coordinación de bancos centrales y apertura de líneas de swap para garantizar que no haya escasez de divisas y que los bancos centrales no tengan problemas añadidos.

Renta Variable			
RV Large		Marzo	2020
MSCI AC World Local	*Mundial*	-13.08%	-20.35%
MSCI ACWI USD	*Mundial*	-13.73%	-21.74%
S&P 500	*EEUU*	-12.51%	-20.00%
Russell 1000 Value Index	*EEUU Value*	-17.32%	-27.24%
Russell 1000 Growth Index	*EEUU Growth*	-9.93%	-14.36%
Eurostoxx 50	*Eurozona*	-16.30%	-25.59%
DJ STOXX 600	*Europa*	-14.80%	-23.03%
IBEX 35 INDEX	*España*	-22.21%	-28.94%
DAX INDEX	*Alemania*	-16.44%	-25.01%
CAC 40 INDEX	*Francia*	-17.21%	-26.46%
FTSE 100 INDEX	*Reino Unido*	-13.81%	-24.80%
SWISS MARKET INDEX	*Suiza*	-5.28%	-12.29%
TOPIX INDEX (TOKYO)	*Japón*	-7.14%	-18.49%
RV Emergentes		Marzo	2020
MSCI Emerging Markets	*Emergentes*	-15.61%	-23.87%
RV Small		Marzo	2020
Russell 2000 Value Index	*EEUU Small*	-21.90%	-30.89%
MSCI Small Cap Europe	*Europa Small*	-20.19%	-27.49%
MSCI Small Cap Japan	*Japón Small*	-6.25%	-20.76%
MSCI Small Pacific Ex Japan	*Asia Small*	-24.14%	-32.71%

Materias Primas			
Goldman Sachs Commodity	*Global*	-29.43%	-42.34%
Petroleo [Contado,USD]	*Global*	-57.08%	-67.68%
GOLD SPOT $/OZ	*Global*	-0.55%	3.95%

Renta Fija			
RF Gobierno		Marzo	2020
AFI Repo 1 Día	*Repo*	-0.04%	-0.13%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt 1-3 Yr	*Euro Gob 1-3*	-0.42%	-0.35%
Bloomberg/EFFAS Euro Govt All > 1 Yr	*Euro Gob >1*	-3.39%	-1.13%
Bloomberg/EFFAS US Govt All > 1 Yr	*EEUU Gob >1*	-0.59%	3.15%
RF Corporativa Investment Grade		Marzo	2020
Corporate IG Euro	*Euro*	-6.92%	-6.19%
Corporate IG USA	*USA*	-6.93%	-3.24%
RF Emergentes		Marzo	2020
JPMorgan EMBI Global	*Emerg*	-12.55%	-11.76%
RF High Yield		Marzo	2020
High Yield Euro	*Euro*	-16.16%	-17.55%
High Yield USA	*USA*	-10.21%	-11.99%
Convertibles		Marzo	2020
Conv. Global	*Global*	-12.83%	-14.78%
Conv. Europa	*Emerg*	-8.59%	-9.67%

Gestión Alternativa			
HFRX Global Hedge Fund	*Global*	-5.88%	1.18%
HFRX Equal Weighted Strategies	*Global*	-6.19%	-2.12%

Divisas (vs EUR)			
USD	*EEUU*	-0.04%	1.66%
JPY	*Japón*	0.41%	2.59%
GBP	*Reino Unido*	-3.43%	-4.78%
CHF	*Suiza*	0.29%	2.37%

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

welzia

Recomendaciones

Clase de Activo	Outlook	Comentario
Liquidez		Una vez sobrepuestos a las fuertes caídas bursátiles y a las ampliaciones de deuda a nivel global, merece la pena comenzar a invertir la liquidez acumulada para este tipo de ocasiones. Tanto fondos de renta fija conservadora como algunos de mayor riesgo ofrecen un buen retorno para el riesgo asumido.
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 comienzan a compensar la toma de riesgos en estos niveles. Habrá caídas de rating y alguna compañía en apuros, pero dependiendo de la duración de la crisis, puede ser un buen nivel.
RF High Yield		Los niveles de yield alcanzados por los instrumentos de High Yield, con bonos que cayeron entre un 20% y un 25% en precio, han sido consitentes con las ampliaciones producidas en otras recesiones pasadas con la excepción de la gran crisis financiera del 2008-2009. Tradicionalmente estos niveles de yields producen retornos positivos en el medio y largo plazo.
RF Emergente		Las dudas sobre el petróleo y sobre la crisis a nivel mundial, hacen sufrir el activo. Los países productores de petróleo sufren ampliaciones, pero en general el activo se mantiene débil. Las yields y los spreads se amplían, lo que suele ser consistente con buenos retornos a medio y largo plazo. Sin embargo, los grandes déficits fiscales provocados por las ayudas del coronavirus, pueden hacer que aún sigan sufriendo cuando acabe la crisis.
Gestión Alternativa		Advertíamos los meses anteriores de la necesidad de diversificación por estrategias. Durante esta crisis, la mayoría de fondos con una u otra estrategia alternativa han sufrido y en ocasiones han afrontado fuertes pérdidas, muchas de ellas relacionadadas con las ampliaciones de crédito y al incremento de la volatilidad. Una normalización del escenario, podría revertir parte de esas pérdidas.
Renta Variable		Después de los mínimos del 23 de marzo, las bolsas han recuperado bastante terreno. La volatilidad se ha relajado y parece que de momento se obvian las malas noticias macro, descontando los temores de recesión, con la vista puesta en el final de la cuarentena en Europa. En el peor escenario, de recesión prolongada, con pérdida permanente de empleo y de tejido productivo, podría tener aún margen para caer.
RV Emergente		Las bolsas chinas han sufrido menores caídas durante estos días, pero la caída del petróleo y las ampliaciones de spreads de deuda de gobierno, junto con la apreciación del dólar, podría reducir el atractivo del activo en conjunto. La caída de Demanda por parte de los países desarrollados se sentirá en las próximas semanas. Aún así, su valoración es bastante más reducida que las bolsas desarrolladas, por lo que podría tener algo de colchón.
Materias Primas		El precio del petróleo ha recuperado también desde mínimos, gracias a las presiones de Trump para un entendimiento de Rusia y Arabia Saudí. Obviamente, cualquier acuerdo por parte de la OPEC+ será bien recibido por el precio del petróleo, aunque la caída de la demanda seguirá pesando durante un tiempo. De cara al medio plazo, el precio del petróleo parece muy atractivo y la demanda se recuperará cuando acabe la crisis.

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 complicado mes de marzo con rentabilidades negativas, siendo uno de los peores meses de la historia del fondo. En el mes pierde un -1,62%, dejando la rentabilidad acumulada del año en el -1,63%.

El inicio de esta crisis del COVID 19 penalizaba a los activos de renta variable. Según se ha ido alargando la situación, según han ido avanzando las medidas de contención, y por tanto, las expectativas de deterioro de la economía, las dudas y las caídas se han ido extrapolando a los activos de renta fija, incluso a los activos más conservadores, especialmente en la parte Europea, que es la inversión que más nos afecta en este fondo.

Por la parte de la renta fija gobierno, el anuncio de medidas de liquidez por parte del BCE, ayudaba a reducir las primas de riesgo, a retraer parte de la caída de estos activos y a dar mayor estabilidad al sector. Por la parte del crédito, hemos podido apreciar una fuerte ampliación de los spreads, tanto en Estados Unidos como en Europa. Esta ampliación del crédito ha sido más señalada en activos del sector financiero, algo que afecta al fondo por ser uno de nuestros principales sectores de inversión.

Si analizamos lo sucedido con nuestras inversiones durante el mes de marzo, observamos como el crédito financiero sería el activo más castigado. Por ejemplo, el bono de Commerzbank 7,75% vencimiento 2021 habría perdido un 6% en el mes, seguido de dos bonos flotantes, uno de Credit Agricole y otro de Societe Generale, con vencimiento en 2023, que perdían entre el 5,40% y el 5,50%. Entre los activos que más nos han detraído encontramos el bono flotante de Credit Agricole, el bono flotante de Societe Generale y el bono de Hipercor 3,875% vencimiento 2022. La suma del rendimiento de estas tres posiciones justifica una pérdida del 0,52% de rentabilidad en el mes.

La duración de la cartera se situaría en niveles de 0,81 años. En nuestra cartera de inversión directa el 26% de los bonos vencerá en menos de un año, el 72% vencerá entre uno y tres años y el resto tiene un vencimiento mayor a tres años. También nos gustaría destacar la liquidez de los activos mantenidos en cartera, ya que en cada

compra uno de nuestros principales criterios de selección suele ser el tamaño de la emisión, lo cual en momentos como los actuales facilitan la liquidez a la hora de la venta del activo.

A cierre de mes el fondo concentra un 29% del patrimonio en bonos financieros, un 19% 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 lo que muestran spread más atractivo, nuestra concentración en bonos de baja calificación crediticia sigue siendo un porcentaje moderado de la cartera.

Marzo habría sido un mes con numerosos vencimientos en nuestra cartera, con los que hemos incrementado nuestra liquidez disponible. Con las caídas hemos aprovechado para comprar algunas emisiones que parecían tener castigos excesivos, como fue el caso del bono de España 1,15% vencimiento de julio de 2020 y bono Wells Fargo Flotante vencimiento enero 2022 y aún tendríamos liquidez disponible para seguir buscando ideas de compra.

Welzia Ahorro 5 FI

El fondo Welzia Ahorro 5, F.I. acumuló durante el mes de marzo una rentabilidad negativa del -3,13%, dejando la rentabilidad acumulada del año en el -3,42%.

Durante este mes, el fondo estuvo invertido en activos de bajo riesgo como renta fija de alta calidad, renta fija gobierno, activos monetarios y liquidez, después de haber realizado la venta de la mayoría de los activos de riesgo durante enero y febrero (renta variable, renta fija high yield y renta fija emergente). A pesar de contar con los activos de menor riesgo en cartera, el fondo acumuló pérdidas durante la primera mitad del mes. Aún así, finaliza el mes en el primer puesto de su categoría.

Durante la primera parte del mes, el mercado mostró una elevada volatilidad con pérdidas generalizadas en todos los activos, en especial, la renta variable con registros superiores al -20%; esta fuerte volatilidad también golpeó al mercado de crédito provocando pérdidas incluso en los activos de mayor calidad y liquidez. Únicamente la liquidez fue capaz de evitar las pérdidas. El fondo continúo con la venta de activos de acuerdo con el sistema de control de riesgo para llegar al final del mes prácticamente en liquidez, con pequeñas posiciones en renta fija corto plazo (10%), renta fija gobierno de países desarrollados (7,5%) y en deuda financiera (3,5%).

Desde enero, la cartera ha estado fuera de los principales activos de riesgo de su universo de inversión. Estas ventas le han permitido mitigar pérdidas y evitar gran parte de las caídas de estos activos. El sistema de control de riesgo comenzará a incorporar activos de riesgo de forma progresiva en función de la volatilidad, implícita y realizada, y del comportamiento de los diferentes activos.

Como en crisis anteriores, esperamos que la primera clase de activo en dar señales de compra sea el crédito. Las dos condiciones que necesitaremos serán: primero, una caída en la volatilidad implícita o VIX, que refleja el miedo en el mercado de renta variable, y segundo, una mejora significativa en los precios del crédito. El segundo activo en entrar será la renta variable, para esto necesitaremos la formación de suelo en los principales índices de renta variable que permita que la volatilidad de los precios se relaje de forma significativa.

Welzia Flexible 10 FI

El fondo Welzia Flexible 10, F.I. acumuló durante el mes de marzo una rentabilidad negativa del -2,87%, dejando la rentabilidad acumulada del año en el -4,89%.

Durante el mes de marzo, el fondo estuvo invertido con el siguiente esquema de pesos; 20% en renta variable (cuando en febrero llegó a tener un 50%), 15% en renta fija gobierno de países desarrollados, y el resto, en renta fija corto plazo, activos monetarios y liquidez. Durante la primera parte del mes, el mercado mostró una elevada volatilidad con pérdidas generalizadas en todos los activos, en especial, la renta variable con registros superiores al -20%; esta fuerte volatilidad también golpeó al mercado de crédito provocando pérdidas incluso en los activos de mayor calidad y liquidez. Únicamente, la liquidez fue capaz de evitar las pérdidas.

Desde enero, la cartera ha estado fuera de algunos de los activos de riesgo de su universo de inversión. Estas ventas le han permitido mitigar pérdidas y evitar gran parte de las caídas de estos activos. El sistema de control de riesgo comenzará a incorporar activos de riesgo de forma progresiva en función de la volatilidad, implícita y realizada, y del comportamiento de los diferentes activos.

Como en crisis anteriores, esperamos que la primera clase de activo en dar señales de compra sea el crédito. Las dos condiciones que necesitaremos serán: primero, una caída en la volatilidad implícita o VIX, que refleja el miedo en el mercado de renta variable, y segundo, una mejora significativa en los precios del crédito. El segundo activo en entrar será la renta variable, para esto necesitaremos la formación de suelo en los principales índices de renta variable que permita que la volatilidad de los precios se relaje de forma significativa.

Welzia World Equity FI

A cierre de marzo, el Welzia World Equity terminaba con una pérdida del 22,26%. Al haber sido un período de fuertes caídas, la exposición a renta variable, que ha rondado el 100%, ha lastrado al fondo en comparación a su índice, pero finalizaba el mes cayendo solo un 0,21% más que la referencia (90% MSCI All Countries World Index Eur Hedge + 10% RF Corp Europea). Destacar que el fondo caía un 1,35% menos que el MSCI ACWI Eur Hedge.

En la primera semana del mes, se sustituyó la posición larga de venta de volatilidad, mediante puts que se inició a finales del mes pasado con un peso del 10%, por futuros del S&P 500 y en futuros de índices de empresas petroleras, con ánimo de tomar posiciones en niveles de valoración muy bajos. Posteriormente estas posiciones en compañías petroleras se vieron fuertemente perjudicadas debido a la guerra de a precios iniciada por Arabia Saudí.

A finales de mes, se redujo la posición en empresas value de Estados Unidos, y se aumentó la inversión en países emergentes, viendo que la capacidad en Asia para controlar la enfermedad del Covid 19 había sido mayor, y su situación económica y sanitaria estaban más controladas.

Las estrategias de crecimiento de beneficios y de calidad, debido a la resiliencia de las compañías en las que invierten, su alta exposición al sector tecnológico y farmacéutico y su baja inversión en energía y bancos, han sido de nuevo las que mejor se han comportado ante las caídas.

Welzia Global Opportunities FI

Este mes ha tenido comportamientos extremos en la renta variable, con el VIX marcando máximos desde 2008, y la cartera del Welzia Global Opportunities no ha sido ajena a las caídas, perdiendo un -15,83% en el período. El comportamiento ha sido un 2% peor que el de los principales índices, pero desde mínimos marcados el 23 de marzo la recuperación ha sido más rápida.

Durante este mes no hemos hecho mucha rotación de cartera, aunque sí aumentamos el nivel de exposición aprovechando las últimas caídas de mediados del mes de marzo.

Dentro de los valores, hay que destacar la diversificación presente en el fondo, gracias a la cual ninguna compañía supone más del 2% del patrimonio. Además, gracias a nuestro filtro cuantitativo TriFactor, en la selección de compañías no hay ninguna con un apalancamiento muy elevado. Como muestra, tenemos exposición al sector de aerolíneas a través de Air Canada, que actualmente supone un 0,60% del fondo. A pesar de estar en un sector claramente perjudicado por el parón (se han suspendido todas las rutas transatlánticas y los vuelos internos están seriamente restringidos), la compañía presenta un balance muy fuerte, con una caja y facilidades de crédito disponibles para afrontar esta situación mucho mejor que otros comparables.

En un entorno de parada total de la actividad, con una futura recesión a la vuelta de la esquina, nuestro filtro TriFactor asegura que en la cartera haya compañías con mucha rentabilidad y poca deuda; atributos necesarios para alejarnos del riesgo último, que es la pérdida permanente de capital por quiebra. Como muestra, el ratio de Deuda Neta/EBITDA medio de la cartera es de 1,4 veces; muy por debajo del 1,8x del S&P 500 y del 3,3x del Stoxx 600.

En cuanto a las acciones que más han aportado en el mes, destaca la papelera integrada sueca Svenska Cellulosa (+9%) y el conjunto de farmacéuticas europeas: Orion, Roche y Novo Nordisk, que han subido entre un 1,5% y un 4%. En el lado negativo, las compañías que más han sufrido han sido, por un lado, las más afectadas por el parón económico, como la mencionada Air Canada (-54%) o bien aquellas que en un entorno de recesión se percibe que van a salir más perjudicadas. Este es el caso de Discovery Financial Services, una financiera al consumo norteamericana, que ha caído un 45%. Es evidente que las tasas de impago subirán, pero esta compañía desde 2008 se centró en segmento más seguro del mercado, y su ratio de créditos subprime es muy inferior al de crisis anteriores, con lo que creemos que su negocio se va a ver mucho menos afectado que en recesiones anteriores.

Actualmente no tenemos exposición a dólar norteamericano; aunque sí mantenemos un pequeño porcentaje de exposición al dólar australiano (3%) y a la libra esterlina (1%).

Encaramos el mes de abril al 100% de exposición a la renta variable, con una exposición del 55% a EE.UU. y un 35% a los mercados europeos. El 10% restante se reparte entre Canadá y Australia.

Welzia Global Financials FI

El Fondo Welzia Global Financials cierra uno de los meses más duros en rentabilidad de su historia. La volatilidad del sector financiero, históricamente más alta que

la del mercado, se ha dejado notar en el activo. Las bajadas de tipos de interés, las dudas sobre el sector han hecho que las caídas del sector sean rápidas y profundas, a pesar de estar mejor capitalizado que en crisis anteriores. De esta forma, el fondo acumula una rentabilidad anual del -30,6%. En el mes de marzo, el fondo acumulaba unas pérdidas del -22,14%. A pesar de las correcciones, el fondo se comporta mejor que su índice de referencia, dado que el MSCI World Financials cerraba marzo con caídas acumuladas en el año superiores al -22,6%.

Como ya comentábamos el mes anterior, el mercado podría haber empezado a descontar un posible escenario de recesión y dificultades para el sector bancario, quizás un escenario un tanto alarmista. Las bajadas de tipos lanzadas por los bancos centrales no ayudaban a la banca, ya que un entorno de tipos menores implica un mayor deterioro de los márgenes, pero lo que si ha quedado claro es el apoyo de todos los organismos a dicho sector, que se asegurarán de que no les falte liquidez y de que esta liquidez fluya a la economía. Nuevamente, a este entorno se habría sumado el comportamiento de la renta fija y de las primas de riesgo.

En el mes de marzo los mayores castigos han sido para el subsector de bancos en la Eurozona, que acumulaban caídas superiores al 35%, seguida de la banca americana que veía nuevamente caídas fuertes, concretamente del 28%, algo menos caían los sectores de seguros y de tecnología financiera, que sumaban caídas aproximadas al 22% y al 19% respectivamente. Las mayores caídas las hemos visto en acciones como ING Group, ABN Amro, Fifth Thrid Bancorp o Grupo Financiero Banorte, todas ellas con caídas entre el 39% y el 45%. Las posiciones que más nos habrían detraído habrían sido JPMorgan, AXA y el ETF DJ Stoxx 600 Insurance por ser algunos de los valores con más ponderación en el fondo.

El fondo permanece invertido en bancos, especialmente en Estados Unidos. Los bancos suponen aproximadamente un 35% de nuestra inversión, lo cual nos penaliza en rentabilidad ya que el mercado parece estar arrastrando a la banca a cotizar descontando un escenario quizás excesivamente negativo. Aunque debemos destacar que la diversificación del fondo nos ha ayudado a frenar las caídas, ya que la parte de aseguradoras y tecnología financiera sumarían otro 35% del fondo, siendo sectores que han reaccionado mejor en el mes.

Entre las operaciones más relevantes en el mes destacamos la reducción de exposición a bancos dirigiendo estás ventas hacia el sector de medios de pago, de negociación bursátil y de seguros, con compras de acciones como CME Group, Deutsche Boerse, Martercard, Paypal y Beazley.

Welzia Global Flexible FI

Durante el mes de marzo el fondo subió un 0,67%, situando la rentabilidad del año en el -3,21%. Este mes, la cartera del fondo ha cambiado desde su versión positiva a su versión defensiva, es decir, un 100% en renta fija gobierno de países desarrollados. La cartera defensiva normalmente no toma posiciones en dólares, pero a finales de mes se incrementa un 25% la exposición a dólares en niveles cercanos al 1,10

El indicador macroeconómico y de mercados ha cambiado a terreno negativo lo que indica que la probabilidad de recesión es alta y provoca que el algoritmo se sitúe en la cartera defensiva. Las repercusiones económicas de la pandemia actual y la fuerte volatilidad de los activos han impulsado al indicador a valores similares a los alcanzados en la crisis de 2008.

Durante el mes siguiente, esperamos que el fondo se comporte de forma poco volátil aislado de los movimientos de los principales activos de riesgo. 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.

Fondo	Valor Liquidativo	Rentabilidades						Volatilidad
Fondo Renta Fija Corto Plazo		**Mes**	**Año**	**2019**	**2018**	**2017**	**2016**	**12 Meses**
Welzia Corto Plazo	10.88	-1.62%	-1.61%	1.00%	-1.13%	0.26%	-0.82%	1.11
Fondos gestionados por Riesgo		**Mes**	**Año**	**2019**	**2018**	**2017**	**2016**	**12 Meses**
Welzia Ahorro 5	10.73	-3.13%	-3.42%	5.60%	-10.87%	5.02%	0.26%	3.49
Welzia Flexible 10	9.28	-2.87%	-4.89%	9.77%	-12.20%	7.70%	-2.39%	7.40
Welzia Global Flexible	85.46	0.67%	-3.21%	5.23%	-12.92%	-	-	-
Fondos Temáticos		**Mes**	**Año**	**2019**	**2018**	**2017**	**2016**	**12 Meses**
Welzia Banks	4.92	-22.13%	-30.57%	18.75%	-18.58%	11.29%	-4.21%	29.00
Welzia Global Opportunities	9.38	-15.83%	-23.31%	18.96%	-17.90%	7.45%	7.06%	26.87
Welzia World Equity	10.63	-12.26%	-19.45%	20.97%	-14.58%	12.94%	1.15%	22.44

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

Datos a 31 marzo

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

welzia

Evolución SICAVs Welzia

Sicav	Valor	Rentabilidades						Volatilidad
		Mes	Acumulado 2020	2019	2018	2017	2016	12 Meses
Sicav 1	10.90	-11.93%	-17.84%	25.53%	-19.48%	11.62%	1.38%	19.54
Sicav 2	10.03	-13.35%	-20.44%	29.80%	-21.75%	11.82%	2.80%	20.78
Sicav 3	4.18	-10.46%	-15.58%	19.96%	-16.85%	7.24%	-0.44%	16.30
Sicav 4	7.01	-2.09%	-1.63%	12.57%	-7.16%	11.61%	-	6.72
Sicav 5	9.37	-3.53%	-4.23%	4.89%	-7.33%	5.67%	2.80%	3.85
Sicav 6	19.30	-14.39%	-16.41%	28.99%	-8.85%	10.12%	4.48%	18.26
Sicav 7	8.93	-11.26%	-16.29%	14.77%	-13.57%	-	-	16.80
Sicav 8	3.55	-12.19%	-19.25%	5.13%	-15.79%	-	-	10.26
Sicav 9	6.22	-2.96%	-4.52%	11.35%	-0.37%	-1.75%	-	10.72

Datos a 31 marzo

FUENTE: Bloomberg. Welzia Management

welzia

Tema del Mes:

Dificultades en el crédito

Una de las características más representativas de la crisis del Coronavirus ha sido la rapidez con la que se han desarrollado los acontecimientos. Una rapidez relativa, teniendo en cuenta lo vivido en China desde el mes de enero, pero que tuvo una senda parecida al propio virus: una infección global, que comenzó lentamente pero a ritmo exponencial, y para cuando Italia realizó su cuarentena, los mercados comenzaron a poner en precio el potencial estancamiento económico a nivel global. Despertamos de golpe, ajenos a lo vivido en China en los últimos meses, y todos, en mayor o menor medida, nos dimos de bruces con la realidad.

Esta realización de que la crisis era imparable y que saltaba de continente, junto con las medidas de freno al contagio consistentes en unas estrictas cuarentenas, hizo poner en precio, en un tiempo récord, las expectativas de una inminente recesión.

Las caídas que hasta la fecha sólo afectaban a la renta variable, comenzaron a trasladarse a otros activos como el High Yield (los mal llamados bonos basura, de las compañías con rating inferior a BBB-) o a bonos emergentes o bonos subordinados. De ahí, impulsados además por las caídas del precio del petróleo, al resto de activos de renta fija.

Las diferentes carteras de asignación de activos (Asset Allocation) de carácter prudente, que han sido las que han ido tomando peso a lo largo del tiempo en las grandes gestoras, hasta alcanzar pesos en muchos casos superiores a los mil millones y otras carteras gestionadas en base a volatilidad o a un presupuesto de riesgo (Value At Risk, o VAR), de repente se encontraban soportando pérdidas en muchos de los activos con un incremento fortísimo de la correlación entre todos ellos. No había salida para contener las pérdidas y muchos se vieron obligados a vender.

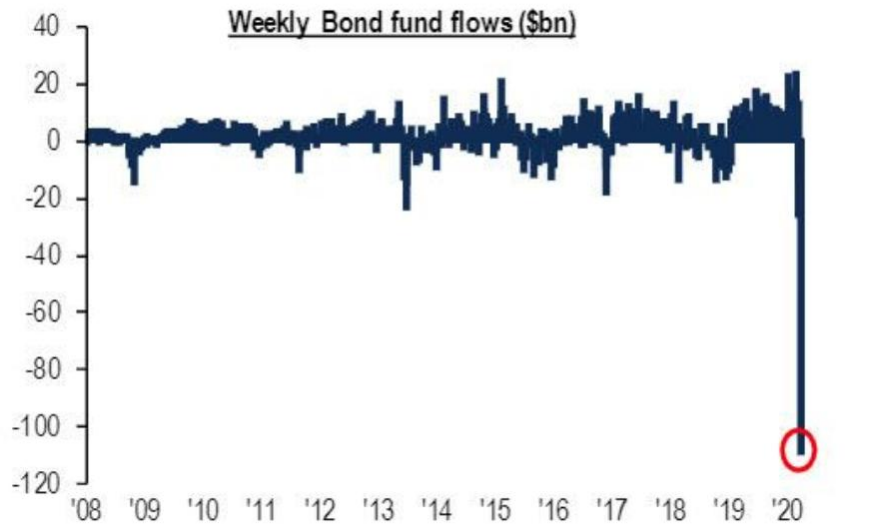
Otros gestores, centrados en la renta fija de corto plazo, despertaron al hecho de que las compañías quiebran por falta de liquidez a corto plazo. Y en un mercado roto, similar al de 2008-2009 la posibilidad de que sus carteras sufrieran algún tipo de fallido, provocó de nuevo ventas de pánico, que incrementaron el importe total de venta en un tipo de activo relativamente líquido. En condiciones normales.

El peso de los fondos y ETF's en la gestión de la renta fija se ha ido haciendo cada vez más evidente. La capacidad de diversificación otorgada por los fondos es inigualable y para cualquier cartera de inversión es siempre mucho mejor que una selección de bonos individual. Las ventajas son múltiples. Y por tanto nos centraremos en el estudio de sus flujos de entrada y salida.

Las cifras suscripciones y reembolsos de fondos que conocimos en marzo, apuntaron a semanas con reembolsos superiores a los 108.000 millones de euros, y en la categoría de grado de inversión (Investment Grade) los reembolsos superaron los 55.000 millones de euros.

Como se puede ver por el gráfico adjunto, los niveles de reembolsos no tienen precedentes ni parangón en la historia de los últimos años y explica el efecto que hemos sufrido en la renta fija. Aunque solo es una parte de la historia.

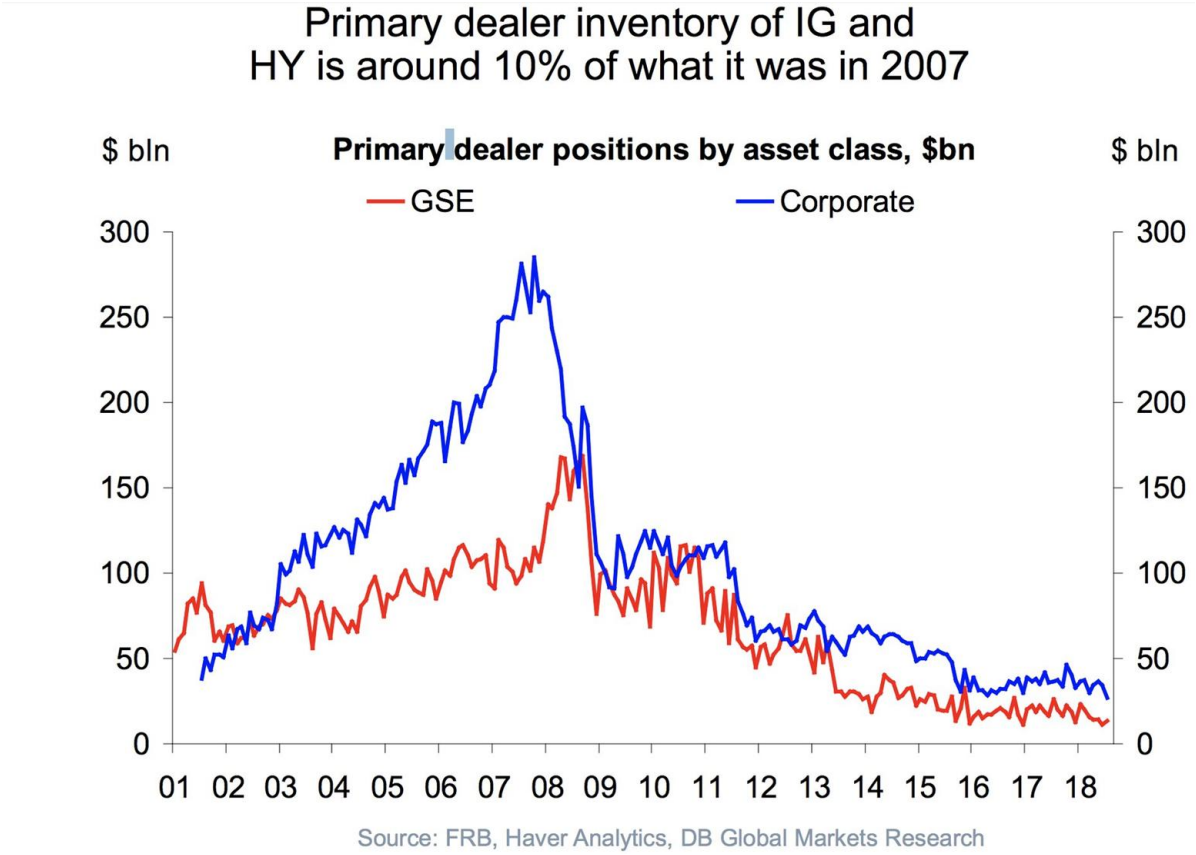
Chart 3: Stunning $218bn outflow in past 2 weeks



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR Global

Evidentemente, para haber un desequilibrio entre precios, tiene que haber un desequilibrio entre la oferta y la demanda. Un potencial incremento de los reembolsos no debería afectar a los precios si hubiera un comprador alternativo, cosa que hasta hace unos años sí existía: los bancos.

Los bancos eran los principales dealers del mercado y mantenían en sus balances fuertes posiciones que utilizaban para dar oferta y demanda en el mercado, por lo que además del carry se llevaban unos jugosos ingresos por intermediación. Sin embargo, y como puede verse en el siguiente gráfico, el peso de los inventarios de deuda de los bancos se ha ido reduciendo desde el 2008, justo después de la GFC (gran crisis financiera) motivado por la presión regulatoria y por el incremento de requisitos de capital asociados con esta práctica. Los menores tipos de interés, el reducido carry y los altos requisitos de capital hacen que los bancos reduzcan sus inventarios a niveles ínfimos y sean incapaces de asumir su papel de intermediación en un mercado roto.



El caballero blanco

Los bancos centrales entraron al relevo, ofreciendo a uno y otro lado del atlántico, programas de compras de activos. Una auténtica sopa de letras de distintos mecanismos de ayuda, como podrán comprobar a continuación.

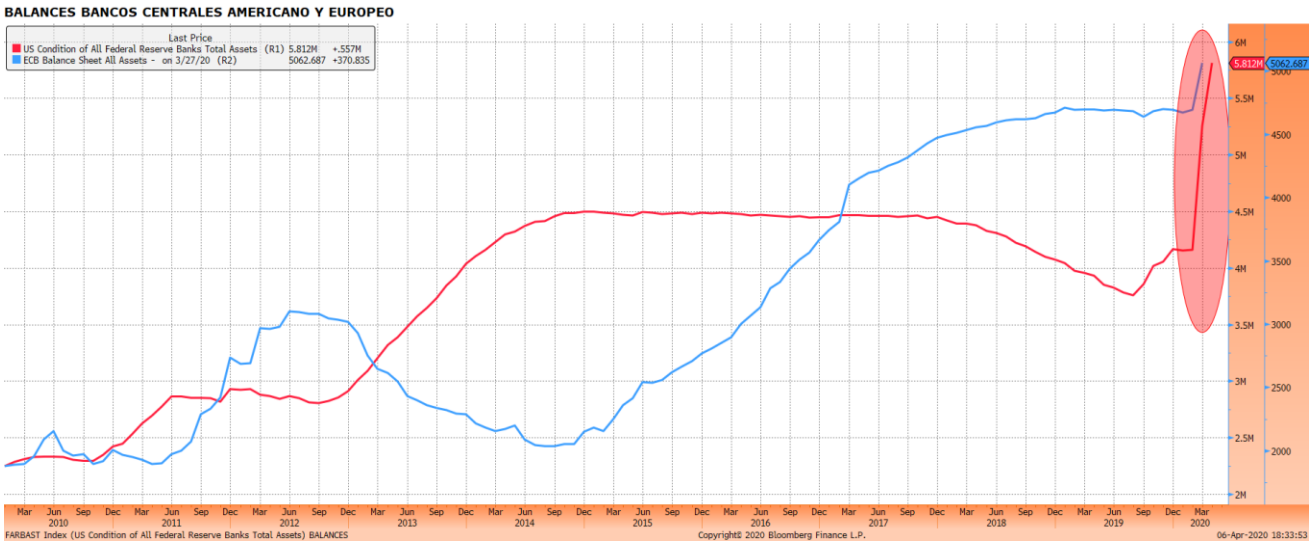
La Fed ha puesto en marcha programas como el PDCF (Commercial Paper Funding Facility) para comprar pagarés, programas para ayudar a fondos monetarios MMLF (Money Market Liquidity Facility) para aceptar colateral y soportar reembol-

sos, programas para comprar bonos en mercado secundario y primario PMCCF y SMCCF (Primary & Secondary Market Corporate Credit Facility) para bonos de grado de inversión con vencimientos cortos.

El BCE admite los pagarés en el CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) para aquellos emisores elegibles para el programa original, con vencimientos entre 1 mes y 1 años y amplía a 750 millones el programa PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) que puede seguir comprando bonos corporativos además de los de gobierno.

Todo un elenco de medidas, no vistas desde la quiebra de Lehman Brothers, para tratar de evitar un contagio mayor al mercado y que el pánico se tornara en un evento de liquidez y de crédito que hiciera aún más difícil la salida de esta crisis. El endurecimiento de las condiciones financieras es una de las trabas más importantes para la transmisión de la política monetaria de los bancos centrales y estos no dudan en actuar con contundencia cuando éstas se producen.

Se puede observar en el siguiente gráfico el incremento de tamaño de los bancos centrales en las últimas semanas.



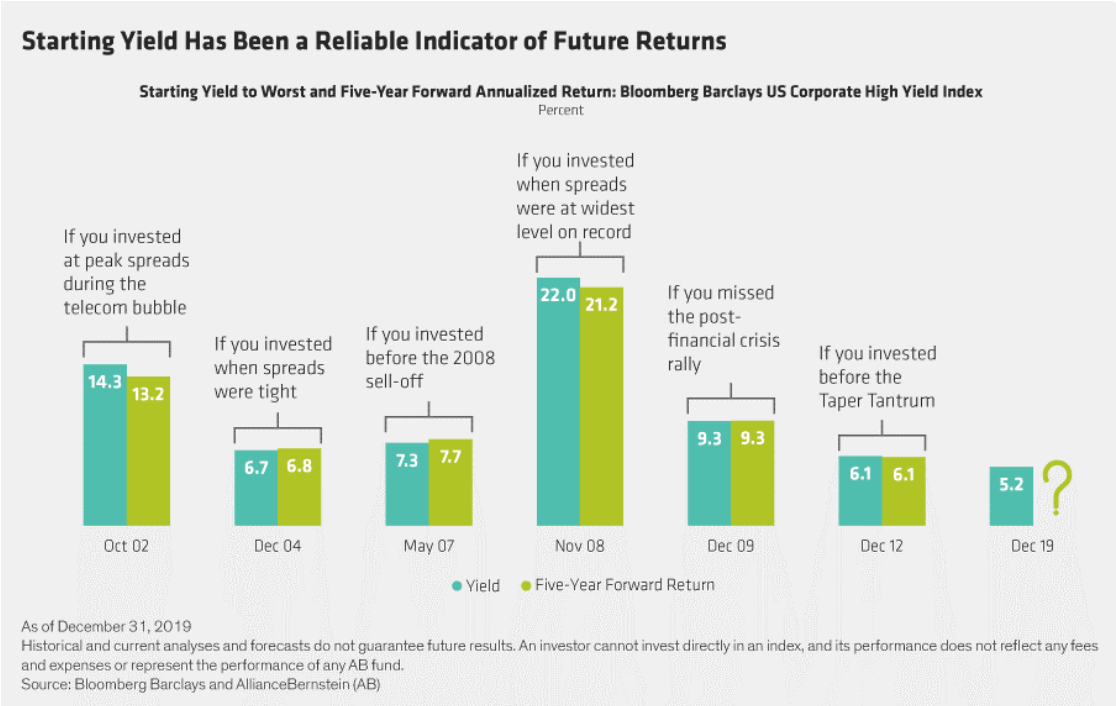
¿Y desde aquí?

Los niveles de high yield cercanos al 10%, son equivalentes a los niveles de riesgo crediticio cuando se producen recesiones. Son momentos de tensión, que suelen venir acompañados de un incremento de las tasas de default, que en los picos de stress de las recesiones suelen alcanzar niveles superiores al 10% como así ocurrió en el 2000 (12,2%) y en 2008 (15,6%).

La profundidad de la recesión y lo rápido que se salga de ella será la que marcará la evolución de los defaults esperados a partir de ahora.

Howard Marks, fundador de Oaktree Capital Management y uno de los primeros inversores en deuda corporativa high yield y “distress”, comentaba* que gran parte de su mérito era haber comenzado en un mercado por desarrollar (año 88) y que sus fondos habían obtenido una alta rentabilidad desde entonces, pero sin duda las mejores rentabilidades las habían obtenido en momentos de estrés como los vividos en recesiones. Las inversiones en ese momento habían dado sus mejores frutos.

Y este cuadro resumen de AllianceBerstein bien podría resumir esa afirmación, los mayores retornos esperados en crédito se producen en los momentos de mayor tensión del mercado.



*Mastering the market cycle. Howard Marks. Getting the odds on your side. 2018

Me gustaría finalizar el mensual destacando que la gran mayoría de fondos de Welzia Management, mantuvieron un perfil discreto de riesgo de crédito en los últimos tiempos previos a la crisis. Centramos nuestros esfuerzos en tener productos líquidos y sencillos y redujimos la exposición en general a un activo que cotizaba con unas yields muy bajas, porque pensábamos que la rentabilidad/riesgo que asumíamos no era positiva. Esta visión que durante varios meses nos produjo rentabilidades inferiores a la media, ha dado sus frutos con creces en esta explosión de la crisis del Covid-19. Esta decisión, entre otras, ha llevado a los fondos gestionados por riesgo a ocupar los primeros puestos de sus categorías.

Desde este punto, consideramos que, dadas las ayudas monetarias y fiscales y los niveles actuales de yields, la inversión en crédito (ahora sí) puede tener mayor potencial y hemos comenzado a construir las carteras con mayor peso de crédito; incrementando de forma proporcional el peso en activos de grado de inversión, High Yield y deuda subordinada bancaria (AT1). Eso sí, esto no significa que entremos con los ojos vendados. Nuestros sistemas tendenciales seguirán alertándonos cuando haya que reducir exposición, al igual que lo hicieron al comienzo de la crisis.

welzia

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	2,50
Estados Unidos	2,30	2,40	2,40	1,60	2,30	2,90	2,30	1,00
Union Europea	1,00	0,90	1,50	1,70	2,50	1,80	1,20	-1,30
Japón	-0,70	0,20	0,60	1,00	1,60	0,70	1,00	-0,90
Reino Unido	1,10	2,60	2,20	2,00	1,70	1,40	1,30	-0,70
Suiza	1,50	1,90	0,80	1,40	1,00	2,60	0,80	1,10
Alemania	0,50	1,60	1,50	1,85	2,50	1,50	0,60	-0,40
Francia	0,90	0,40	1,10	1,10	1,90	1,50	1,20	-2,25
Italia	0,10	-0,40	0,70	0,90	1,50	0,80	0,20	-3,45
España	1,80	1,30	3,20	3,20	3,10	2,50	2,00	1,20

	EMERGENTES							
	Último*$_2$	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
Agregado Emerg.	4,54	5,40	5,10	4,70	4,70	4,97	4,32	3,16
Brasil	1,67	0,05	-3,70	-3,50	1,00	1,22	1,10	-0,58
Rusia	2,10	0,50	-3,70	-0,50	1,50	1,80	1,30	0,55
India	5,30	4,70	7,35	7,50	6,30	7,40	5,00	4,90
China	6,00	7,40	6,90	6,70	6,90	6,60	6,10	3,50

	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	1,70
Union Europea	1,27	0,40	0,00	0,20	1,50	1,70	1,20	0,90
Japón	0,40	2,70	0,80	-0,10	0,50	1,00	0,50	0,50
Reino Unido	1,70	1,50	0,00	0,70	2,70	2,50	1,80	1,20
Suiza	-0,50	0,00	-1,10	-0,40	0,50	0,90	0,40	0,20
Alemania	1,30	0,80	0,10	0,45	1,70	1,90	1,40	1,25
Francia	0,60	0,60	0,10	0,25	1,20	2,10	1,30	1,05
Italia	0,20	0,20	0,10	-0,10	1,30	1,20	0,60	0,40
España	0,10	-0,10	-0,60	-0,40	2,00	1,70	0,80	0,85

	EMERGENTES							
	Último	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)
Brasil	4,01	6,30	9,00	8,75	3,40	3,70	3,70	3,45
Rusia	2,30	7,80	15,60	7,10	3,70	2,90	4,50	3,20
India	6,84	7,20	6,15	4,90	4,50	4,07	4,15	4,80
China	5,20	2,00	1,40	2,00	1,60	2,10	2,90	3,30

	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

*$_2$QoQ anualizado

welzia

Indicadores MERCADO

BOLSAS EUROPA								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Euro Stoxx 50	2786,90	-25,3%	-13,9%	-4,13%	-2,10%	14,36	4,5%	2.557.737
FTSE 100	5671,96	-24,0%	-18,7%	-4,27%	0,50%	15,46	6,1%	1.802.209
SWISS MKT	9311,92	-11,0%	1,8%	5,85%	3,80%	19,18	3,7%	1.152.409
DAX	9935,84	-25,0%	-13,8%	-6,89%	-3,65%	16,52	4,0%	958.792
CAC 40	4396,12	-26,1%	-15,0%	-1,92%	0,55%	15,23	4,4%	1.427.646
FTSE MIB	17050,94	-27,2%	-16,5%	-2,70%	-2,66%	10,60	6,0%	414.813
IBEX 35	6785,40	-28,6%	-23,6%	-10,04%	-6,46%	14,49	5,9%	447.384
Value	83,19	-29,2%	-23,1%	-7,59%	-4,60%	11,05	6,8%	4.058.058
Growth	130,73	-15,9%	-2,9%	2,13%	1,98%	24,56	2,7%	5.184.024
Large	2786,90	-25,3%	-13,9%	-4,13%	-2,10%	14,36	4,5%	2.557.737
Small	357,89	-27,4%	-17,1%	-3,60%	1,40%	15,43	3,9%	1.335.548

BOLSAS ESTADOS UNIDOS								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
S&P 500	2584,59	-19,6%	-7,0%	5,09%	6,71%	16,65	2,4%	21.819.095
DOW JONES	21917,16	-22,7%	-13,4%	4,41%	6,84%	15,20	3,0%	6.667.275
NASDAQ	7813,50	-10,3%	7,0%	14,07%	13,79%	23,46	1,2%	8.735.684
Value	953,09	-25,3%	-12,2%	0,04%	3,43%	12,71	3,6%	13.533.851
Growth	1664,05	-14,5%	-2,5%	9,58%	9,46%	21,92	1,5%	15.574.071
Large	2584,59	-19,6%	-7,0%	5,09%	6,71%	16,65	2,4%	21.819.095
Small	1153,10	-30,6%	-24,0%	-4,66%	-0,27%	30,44	2,2%	1.594.985

RESTO DEL MUNDO								
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)	PER	Dvd Yield	Market Cap. (Mill. USD)
Nikkei 225	18917,01	-19,3%	-8,9%	2,06%	1,67%	15,77	2,6%	2.732.182
IBOVESPA	73019,80	-36,9%	-23,5%	3,96%	7,37%	13,29	4,9%	440.183
MOEX	2508,81	-17,4%	8,2%	14,98%	15,44%	5,33	8,3%	453.971
NIFTY	8597,75	-29,0%	-24,9%	-0,74%	1,68%	15,65	2,5%	836.221
CSI 300	3686,16	-10,0%	-2,7%	4,39%	0,17%	13,33	2,8%	4.248.166
HANG SENG	23603,48	-16,1%	-16,0%	2,84%	2,52%	9,44	4,4%	2.004.511
MSCI Emerging M.	848,58	-23,6%	-17,4%	-1,29%	0,02%	11,78	3,4%	14.869.136

DIVISAS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
EURUSD	1,10	-1,63%	-1,66%	1,17%	0,55%
EURGBP	0,89	5,02%	3,21%	1,56%	4,16%
USDJPY	107,54	-0,99%	-2,99%	-1,17%	-2,19%
USDCNY	7,08	1,71%	5,52%	0,98%	2,70%

BONOS					
	Valor	YTD	1Y	3Y (ann.)	5Y (ann.)
Euro - Bund, 10YR	172,51	1,18%	3,71%	2,24%	1,68%
Euro - Buxl, 30 YR	209,90	5,81%	9,52%	7,59%	3,57%
US Treasury, 5YR	125,20	5,69%	8,15%	1,97%	0,70%
US Treasury, 10YR	138,69	7,99%	11,65%	3,65%	1,47%
US Treasury, 30YR	179,06	14,85%	19,65%	5,88%	1,79%

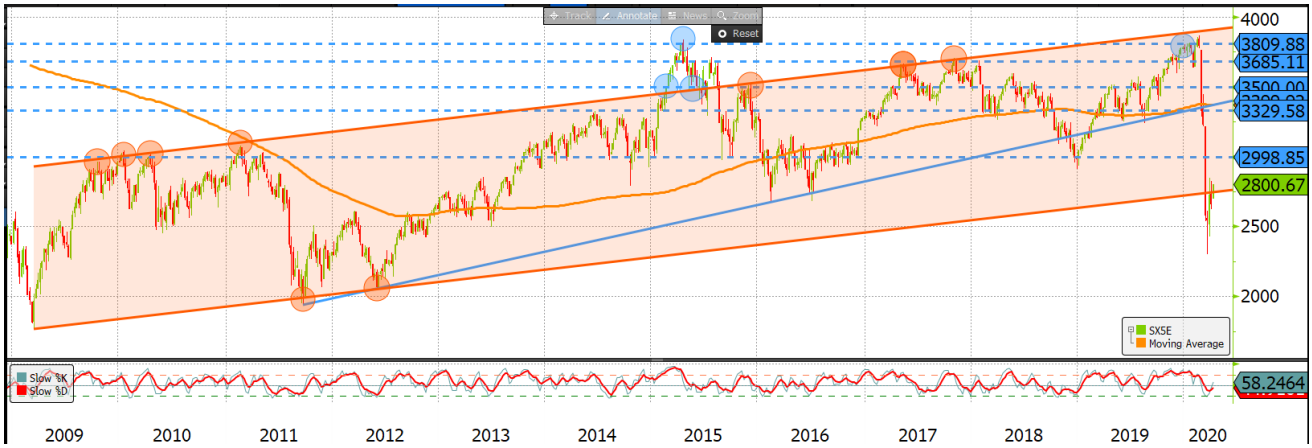
TIPOS					
	Valor	Hace 1M	Hace 3M	Hace 6M	Hace 12M
Euro Govt 10YR Yield	-0,47	-0,54	-0,19	-0,57	-0,07
US Govt 10YR Yield	0,67	1,15	1,88	1,66	2,41
UK Govt 10YR Yield	0,36	0,44	0,87	0,49	1,00
Japan Govt 10YR Yield	0,02	-0,15	-0,01	-0,21	-0,08

welzia

Análisis Técnico

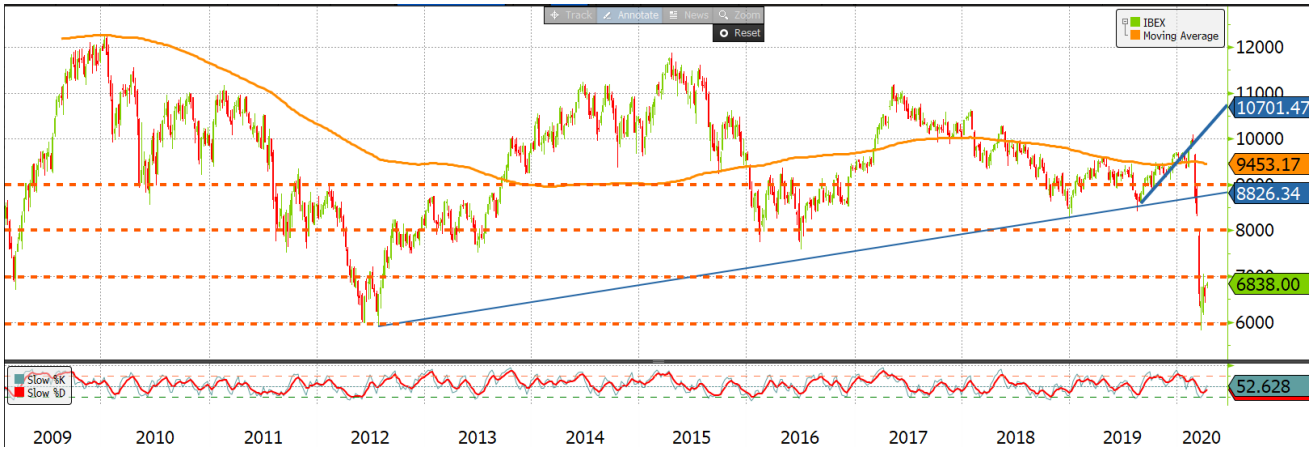
Eurostoxx 50 - Escala semanal

La bajada sin precedentes de este mes le ha llevado al nivel de 2500, un nivel muy relevante entre 2011 y 2013 que funcionó como soporte y resistencia; para luego volver a la tendencia alcista de largo plazo. El 2700 es un nivel muy importante, ya que de perderlo podríamos volver a ver el 2500 con relativa facilidad. Por la parte superior, el 3000 es un nivel de resistencia muy fuerte.



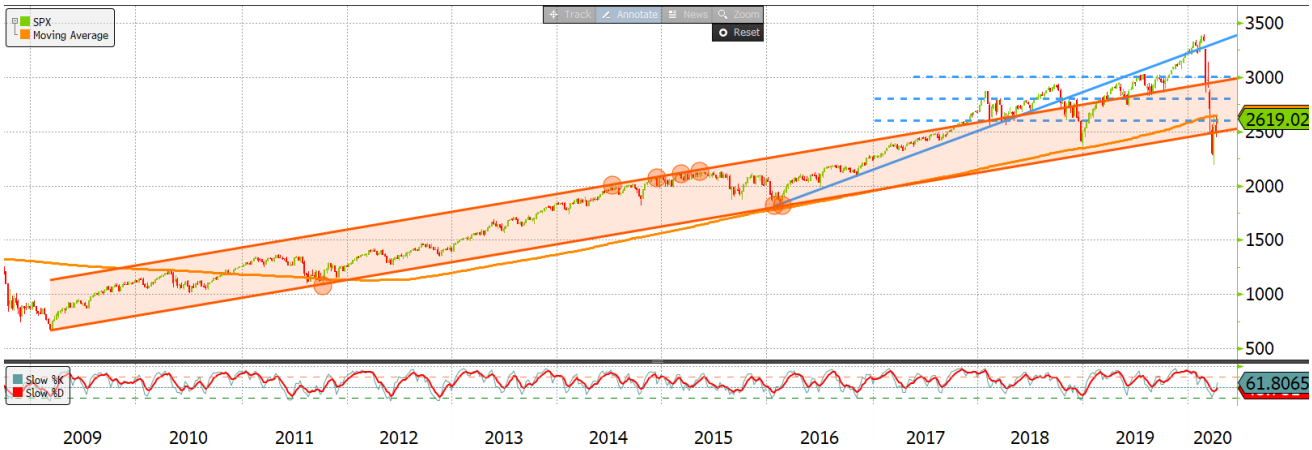
Ibex 35 - Escala semanal

El índice ha seguido su caída a plomo y no ha respetado el soporte comentado de los 7000 puntos. En la caída ha llegado hasta los mínimos de 2012 (6000), para luego rebotar. Actualmente el 7000 funciona como primera resistencia. De superarla, el 8000 es el siguiente nivel relevante. Por el lado bajista, el mínimo de este mes debería de ser el soporte de la cotización.



S&P 500 - Escala semanal

El índice superó el soporte de los 2400 puntos dentro de la semana, pero consiguió cerrar la misma por encima. Actualmente está soportándose en el canal alcista que lleva respetando desde 2009, y que actualmente se sitúa en el nivel de 2600. Por el lado alcista, la siguiente gran resistencia son los 2800 puntos; mientras que el soporte clave son los 2200, el mínimo que marcó durante este mes.



EUR/USD - Escala semanal

En el mes anterior comentábamos que había roto el canal bajista de largo plazo. Como podemos comprobar, fue una rotura en falso, ya que dos semanas después se volvió a introducir en el mismo. Actualmente está recorriendo la anchura del canal cada semana, en línea con la alta volatilidad del mercado. Mientras se encuentre dentro de la figura, recomendamos no tomar posición, aunque pueden aprovecharse los extremos para operaciones de corto plazo.

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 supervisados 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.