



Inversión en tiempos de pospandemia, guerra e inflación

Jaume Puig. Director General GVC Gaesco Gestión

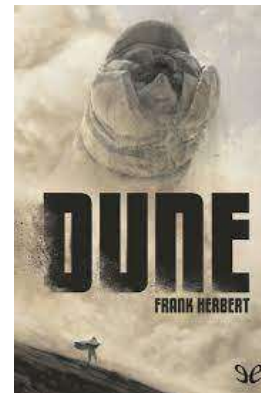
**De la “O” de ómicron
De la “G” de guerra**

.....

a la “I” de inflación

Más que una imagen, una estrategia

“I see in the future what I’ve seen in the past”



19 de mayo 2022
Pamplona

I. Situación actual... Crecimiento e inflación

1) La V económica se ha completado... en un solo año.

Últimas Proyecciones económicas del Fondo Monetario Internacional. Octubre 2021

Proyecciones FMI Junio 20



Proyecciones FMI Abril 22



PIB Mundial 2021 > PIB Mundial 2019

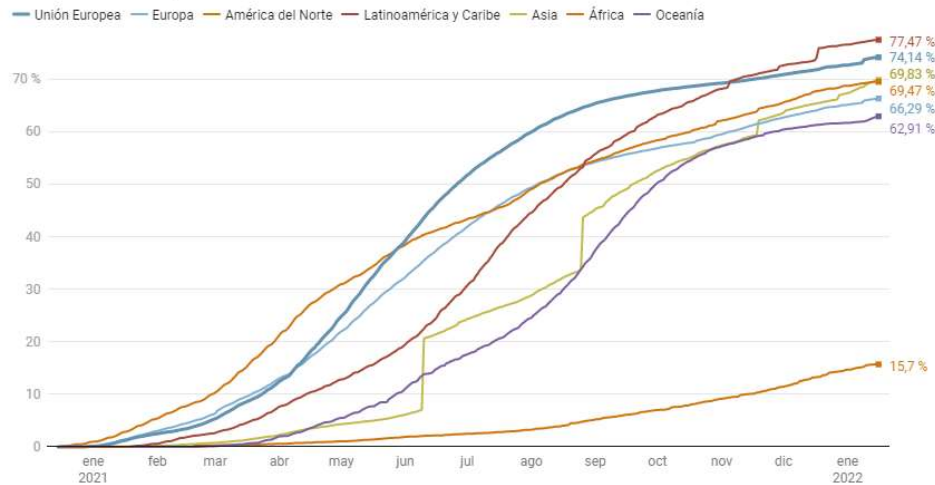
Inc. PIB 2020	Junio 20	Octubre 20	Enero 21	Abril 21	Julio 21	Octubre 21	Enero 2022	Ene22 - Jun20
Mundo	-4,9%	-4,4%	-3,5%	-3,3%	-3,2%	-3,1%	-3,1%	+1,8%
P.Desarr.	-8,0%	-5,8%	-4,9%	-4,7%	-4,6%	-4,5%	-4,5%	+3,5%
P.Emerg.	-3,0%	-3,3%	-2,4%	-2,2%	-2,1%	-2,1%	-2,0%	+1,0%

Inc. PIB 2021	Junio 20	Octubre 20	Enero 21	Abril 21	Julio 21	Octubre 21	Enero 22	Abril 22	Abril22 - Jun20
Mundo	+5,4%	+5,2%	+5,5%	+6,0%	+6,0%	+5,9%	+5,9%	+6,1%	+0,7%
P.Desarr.	+4,8%	+3,9%	+4,3%	+5,1%	+5,6%	+5,2%	+5,0%	+5,2%	+0,4%
P.Emerg.	+5,9%	+6,0%	+6,3%	+6,7%	+6,3%	+6,4%	+6,5%	+7,3%	+1,4%

2) Las vacunas Covid-19: (i) la vacunación avanza en todo el mundo; (ii) las vacunas son muy efectivas...

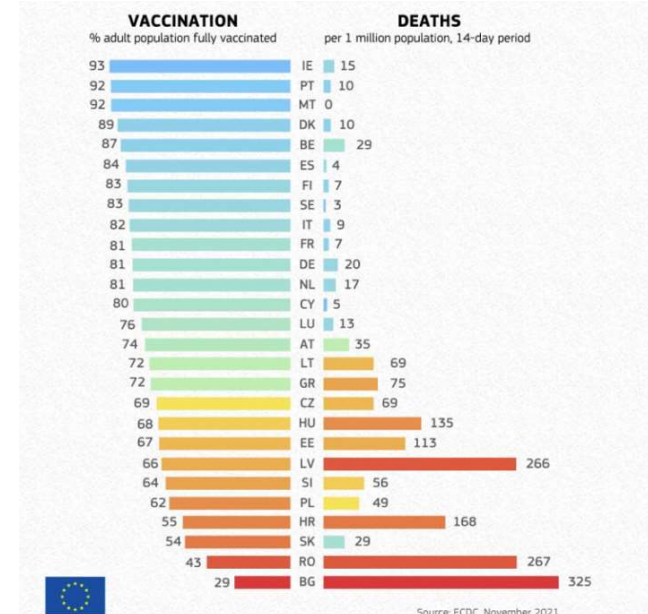
... y (iii) la variante ómicron sigue la pauta darwiniana clásica: Menor gravedad y mayor transmisibilidad

Población con alguna dosis de la vacuna frente al coronavirus

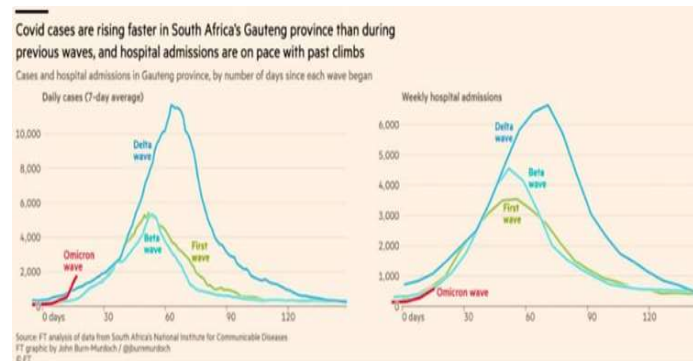


El 24 de mayo de 2021, Australia actualizó la información de población con al menos una dosis, origen del salto en la curva de Oceanía. El 10 de junio de 2021, Our World in Data hizo un ajuste en la población vacunada en Asia que resultó en la incorporación de más de 600 millones de personas.

Las vacunas han posibilitado una recuperación económica ultrarápida



La vacunación avanza en el mundo: 9.680 millones de dosis administradas, 60% de la población mundial al menos 1 dosis, y 50% de la población mundial completamente vacunada



La nueva variante Ómicron parece seguir el patrón darwiniano de la evolución de los virus desde el inicio

Las vacunas son altamente efectivas

Ómicron: ¿vacuna de los no vacunados?

Moderna: De 484 USD (9/21) a los 160 USD actuales

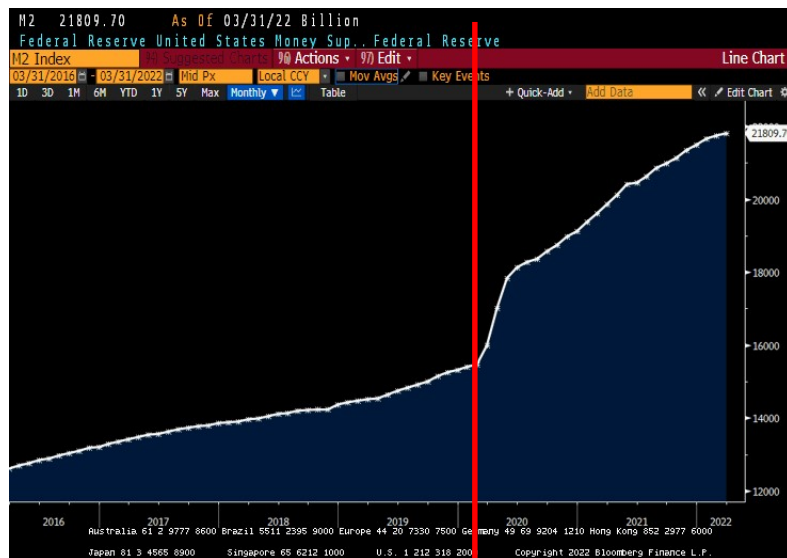
¿Cuántos ómicron en las UCI ?

Fuente: Our World in Data, Financial Times, Eurostat

3) La cantidad de dinero en circulación (oferta monetaria) se ha disparado tras la Covid19.

M2: Billetes y monedas, cuentas corrientes y depósitos bancarios de corto plazo

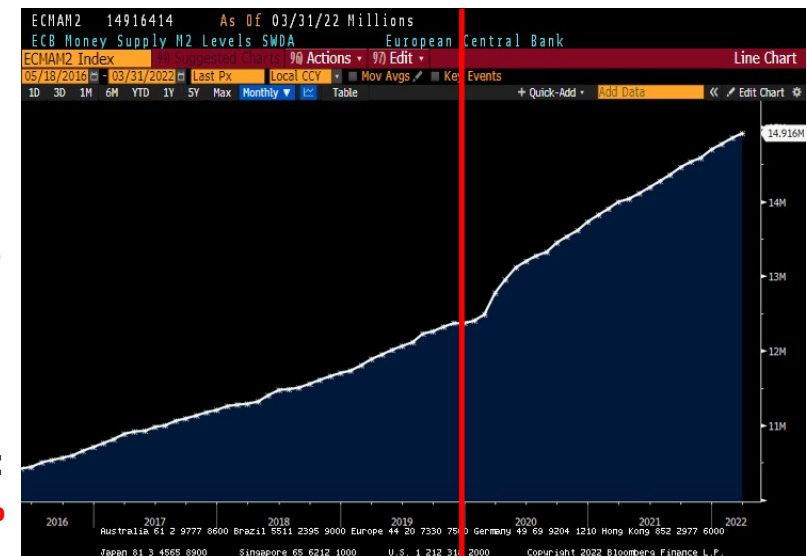
Se ha producido un fuerte incremento de la oferta monetaria tras la aparición de la Covid...



EEUU:
+41,1%

Incremento M2
Feb/20
a Mar/22

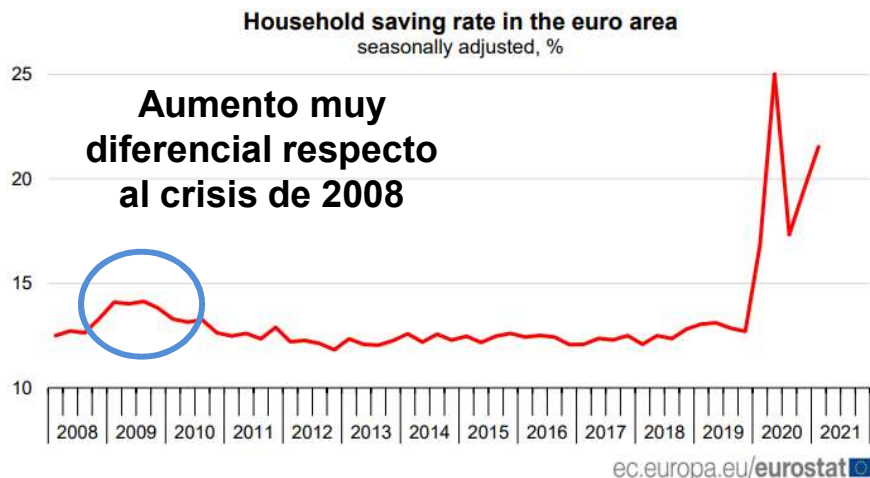
Zona Euro:
+20,3%



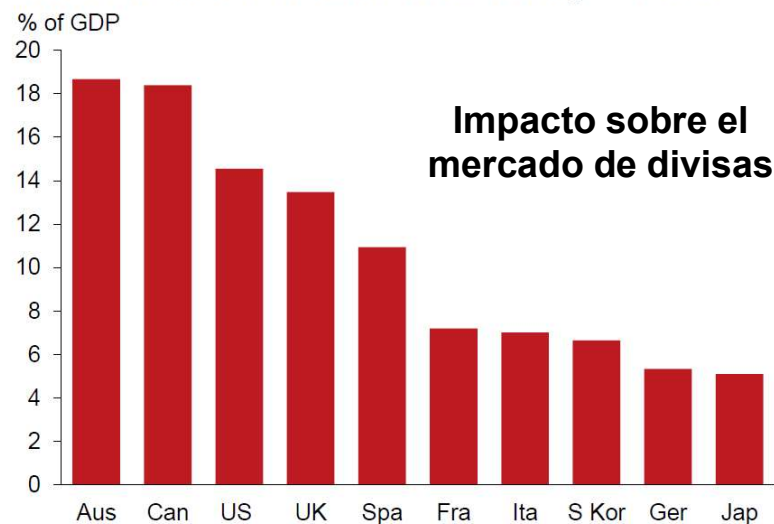
... Y las tasas de inflación están altamente correlacionadas con la Oferta Monetaria

4) La tasa de ahorro familiar se ha disparado ...

... en todo el mundo

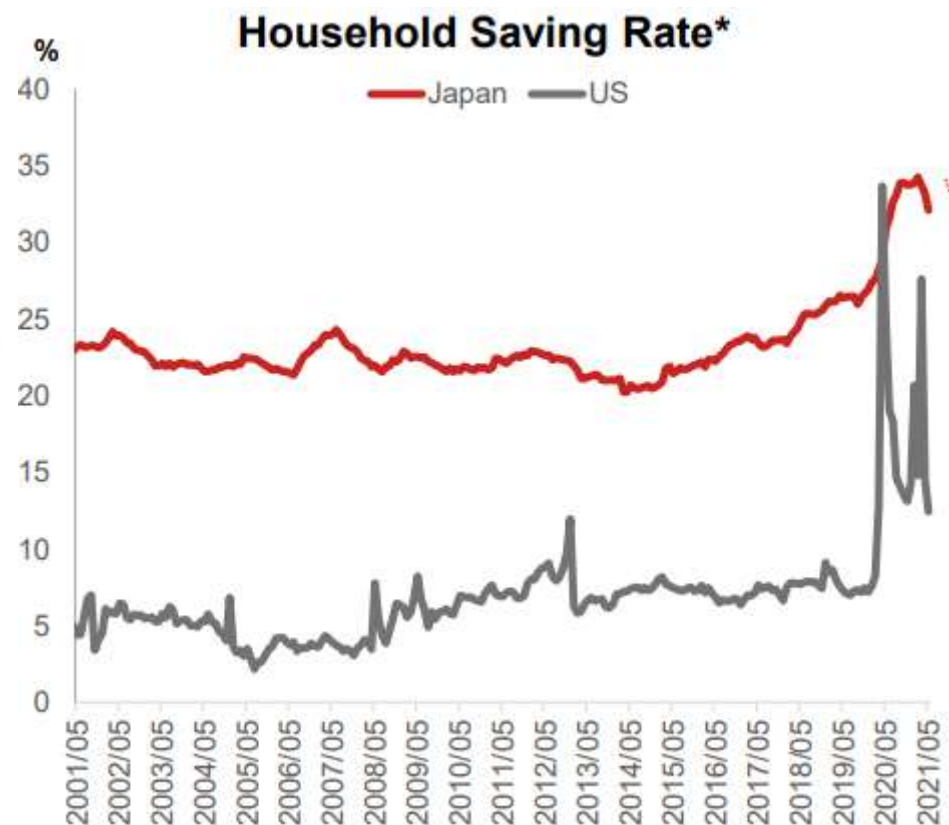


Stock of excess accumulated savings in 2020



Source : Oxford Economics/Haver Analytics

Fuente: Eurostat, Nomura, Oxford Economics/ Haver Analytics

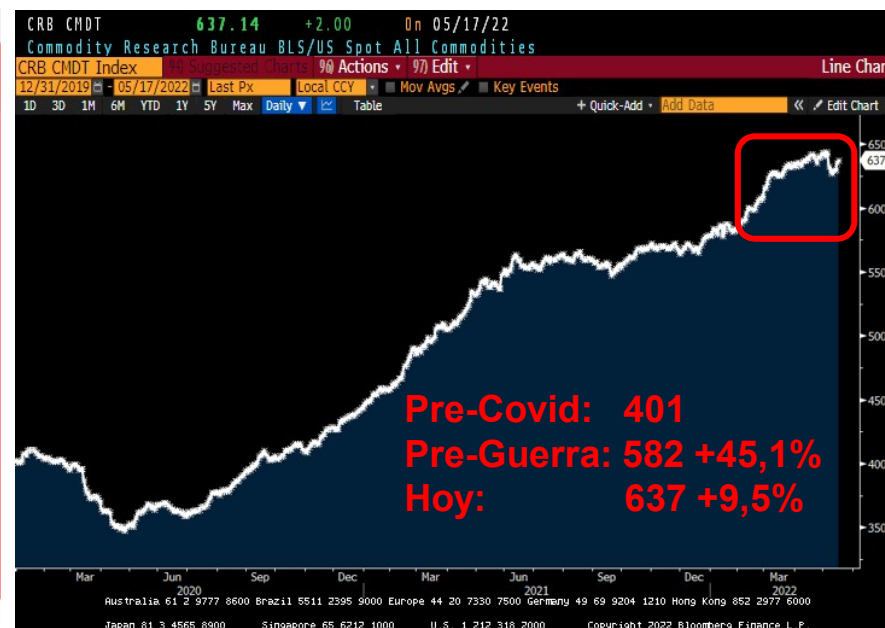


5) Las tasas de inflación superan en mucho a las expectativas

Las proyecciones de los organismos oficiales de principios del año 2021 se han visto absolutamente desbordadas

Proyección FMI Enero 21 Precios al Consumo economías avanzadas para 2021: +1,3%

Paises G8	IPC Feb22	IPC Core Feb 22	PPI Feb 22
Rusia	9,2%	9,4%	23,4%
EEUU	7,9%	6,4%	10,0%
Alemania	5,1%	3,0%	25,0%
Canadá	5,7%	4,2%	16,9%
Francia	3,6%	2,6%	22,2%
Italia	6,2%	1,7%	41,8%
R. Unido	5,5%	4,4%	13,6%
Japón	0,5%	0,2%	9,3%



Los precios de las materias primas son un 59% superiores a los precios PreCovid

La Guerra de Ucrania: un último empujón, aunque no el más importante

Los fletes de los contenedores se han multiplicado por 6/7 ...

Y todo ello sólo con la liberalización de bienes (con demoras de entrega)...

¿y cuando se liberalicen la totalidad de los servicios?

6) Invasión rusa de Ucrania

Inicio de invasión: 24/02/22

- ✓ ¿Cómo se comportan las bolsas en un contexto de guerra?

Estrategia de compra al primer cañonazo (1)

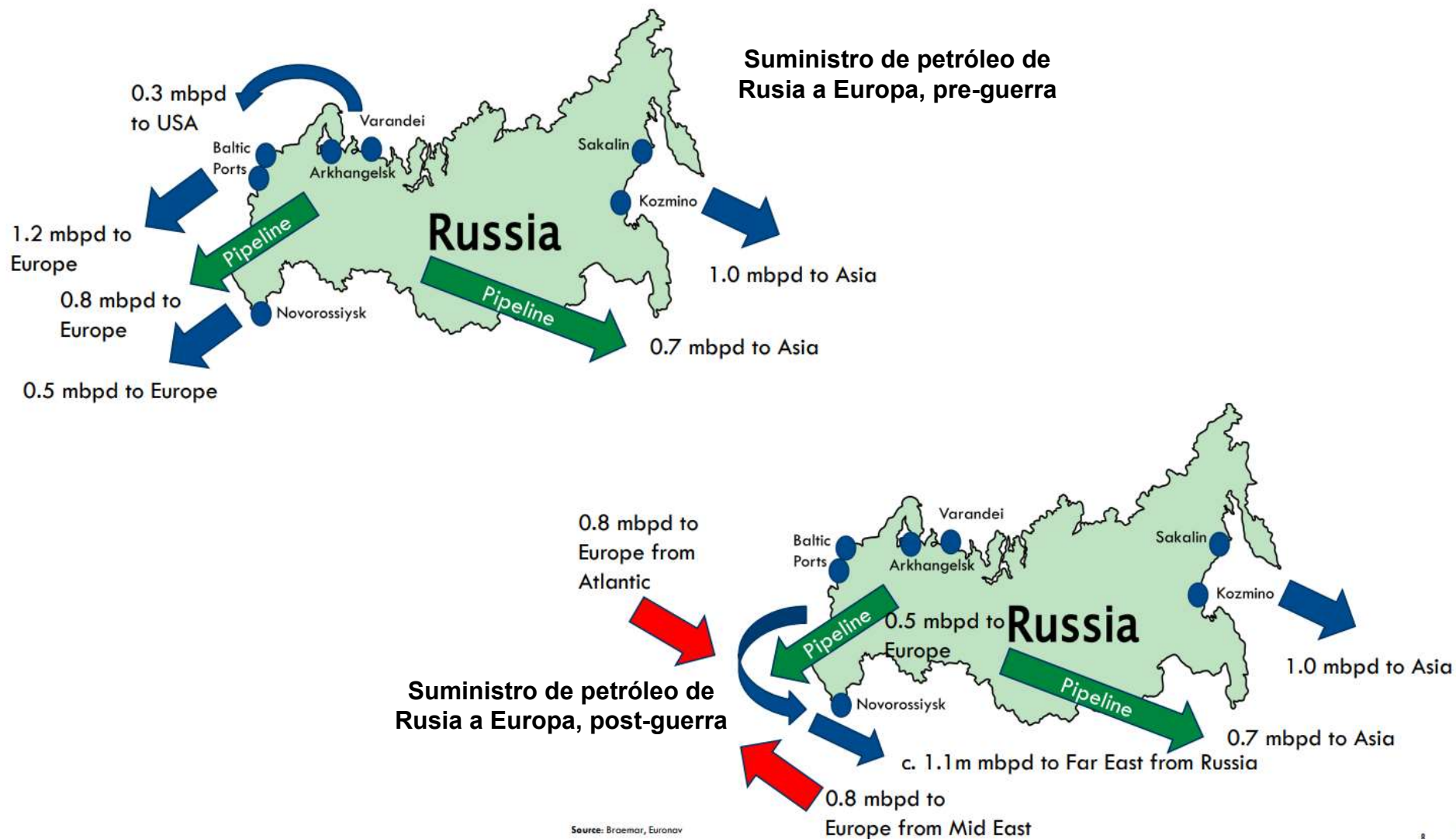
1 mes	2 meses	3 meses	4 meses	5 meses	6 meses	9 meses	12 meses
+4,1%	+6,2%	+9,4%	+6,8%	+9,6%	+10,5%	+11,1%	+8,9%

- ✓ Particularidades de esta contienda: Local y no Global
 - ✓ Discurso oficial: la OTAN y el zarpazo del oso ruso
 - ✓ Causas: Aumento PIB per cápita Ucrania pro-occidental y vínculos familiares rusos
- ✓ Impacto en el precio de las materias primas: Petróleo, Gas, Trigo (17,0%R+12,0%U), Maíz (33,5%U+4,5%R), Aceite de Girasol, (50,0%U+28,0%R), ...
- ✓ Impacto de la subida de precios de materias primas en
 - ✓ Inflación_ Importante
 - ✓ Crecimiento Escaso si precio medio petróleo < 107 USD/Barril, hoy 101,1

(1): Evolución media del S&P 500 en 5 guerras: Guerra de Vietnam (1964), Guerra del Golfo (1991), Guerra de Afganistan (2001), Guerra de Irak (2003) e invasión rusa de Crimea (2014)

7) Invasión rusa de Ucrania. Efecto sobre el petróleo

Menor petróleo ruso a Europa compensado con petróleo norteamericano y de Oriente Medio.

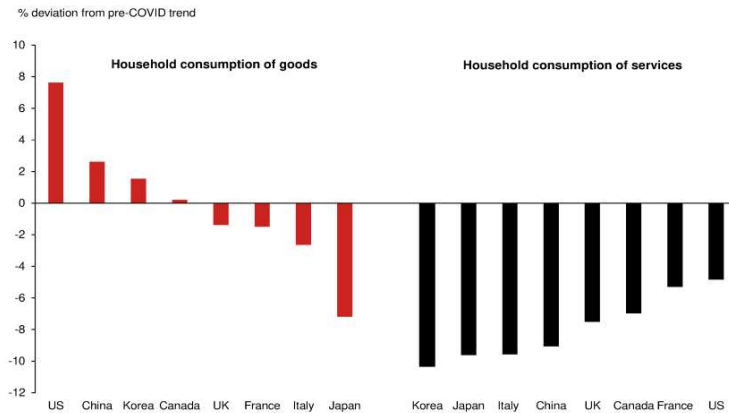


(1): Fuente: Braemar, Euronav

8) Los bienes han ido primero

Es la hora de los servicios

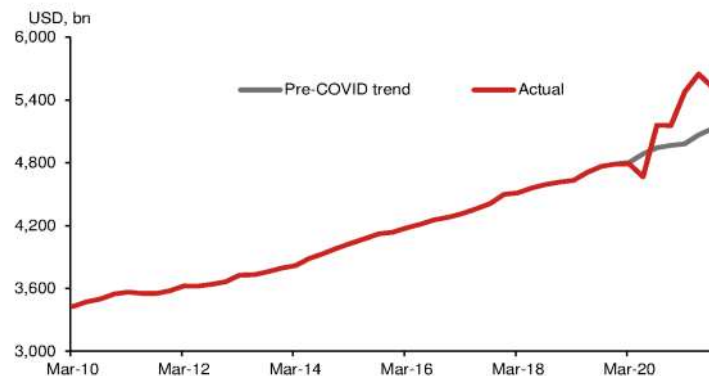
Fig. 2: Percentage deviation of household consumption from pre-COVID trend in Q3 2021



Note: For each country, the pre-COVID trend is obtained by first applying a smoothed 12-quarter moving average of the series through to Q4 2019. From this smoothed series we then calculate the % year-on-year growth rate in Q4 2019, and apply it to the actual data from Q1 2020 onwards to estimate the pre-COVID-19 trend over Q1 2020 to Q3 2021. The two lines in each chart show the levels of the actual data (red) relative to its interpolated pre-COVID trend (grey). All data are from real GDP national accounts, except for China where the data are from a survey of urban households nominal consumption per capita and the latest data are Q4 2021.

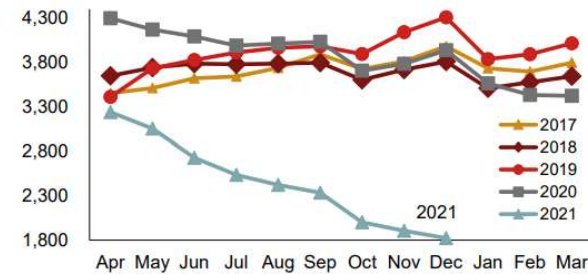
Peso de los servicios en el IPC de EEUU: 61%

Fig. 3: US Private Consumption Expenditure: Goods

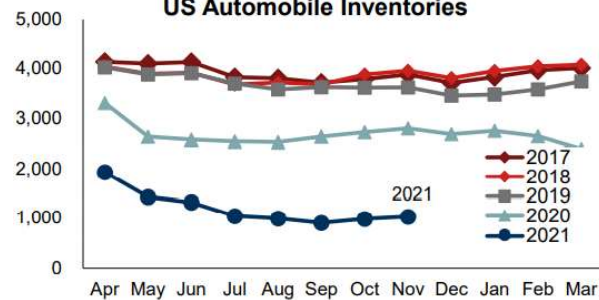


Fuente: Nomura

US New-car Incentives



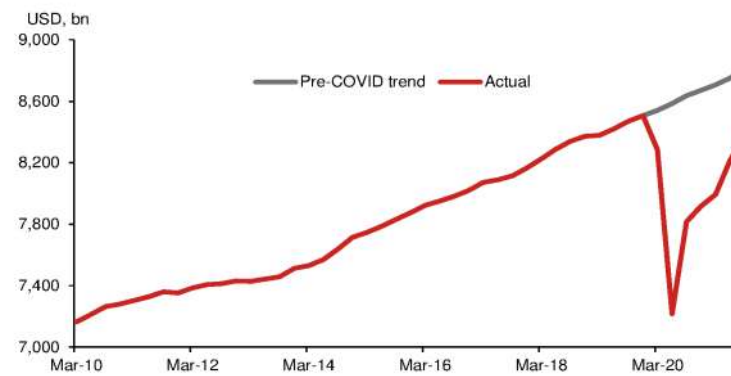
US Automobile Inventories



Source: Autodata Limited, Nomura Asset Management
*Latest data point: Dec 2021

Ventas de coches EEUU. Incentivos y stocks en mínimos: No posibilidad entrega

Fig. 4: US Private Consumption Expenditure: Services



9) Nivel de restricciones por Covid-19 en el mundo. Actualizado a 15/05/22

Basado en los datos del Oxford Covid-19 Government Response Stringency index



10) Nivel de restricciones por Covid-19 en el mundo. Actualizado a 15.05.2022

Relación con nivel de PIB y con nivel de exportación de turistas



Restricciones por Covid -19	CHINA	ESTADOS UNIDOS	ALEMANIA	REINO UNIDO	FRANCIA	AUSTRALIA	CANADA	PAÍSES MAS EXPORTADORES	EQUIPONDERADO MUNDO
31/05/2020	81,9	72,7	59,7	69,4	75,0	63,4	70,8	70,4	69,5
31/08/2020	78,2	67,1	59,7	66,2	48,2	75,5	67,1	66,0	57,6
31/08/2021	76,4	57,9	60,2	44,0	66,7	71,8	69,9	63,8	50,2
31/12/2021	79,2	50,5	84,3	48,6	72,2	40,3	74,5	64,2	44,8
15/05/2022	79,2	58,8	26,9	13,0	23,2	43,1	42,6	40,9	33,2

-41,9%

-52,2%

11) ¿Ciencia médica o política económica?

Los ingleses, unos maestros para evitar que sus habitantes consuman fuera del país es esta época

La precampaña. El caso especial de Portugal

- ✓ 17/5/21: Reino Unido incluye a Portugal en la lista verde (No cuarentena a la vuelta). Único país verde de Europa Continental
- ✓ 8/6/21: Reino Unido incluye a Portugal en la lista ámbar (Cuarentena de 10 días a la vuelta, en casa)

Portugal: number of new coronavirus cases per day
Starting from day of first reported case



Cases in **United Kingdom**

Daily 141,472
Total 14,475,192

Cases by specimen date

Number of cases (people who have had at least one positive COVID-19 test result), by specimen date. Data for the last 5 days, highlighted in grey, are incomplete.

Condiciones vacunado UE

Daily

Cumulative

Data

About

all

6m

3m

1m

250k

200k

150k

100k

50k

0

Ni PCR ni cuarentena

PCR sin cuarentena

PCR con cuarentena

1 Mar 2021

1 May 2021

1 Jul 2021

1 Sep 2021

1 Nov 2021

1 Jan 2022

Download

Share

Most recent 5 days (incomplete)

United Kingdom Number of cases

United Kingdom Cases (7-day average)

UK total By nation

Linear Log

Campaña verano

- ✓ 19/7/21: Reino Unido permite a los viajeros totalmente vacunados desde países ámbar a entrar con PCR pero sin cuarentena. Si no vacunado, 10 días de cuarentena. Si vuelta desde Francia 10 días de cuarentena, vacunado o no.
- ✓ 4/10/21: Reino Unido permite a los viajeros totalmente vacunados a entrar sin PCR.

Campaña navidad

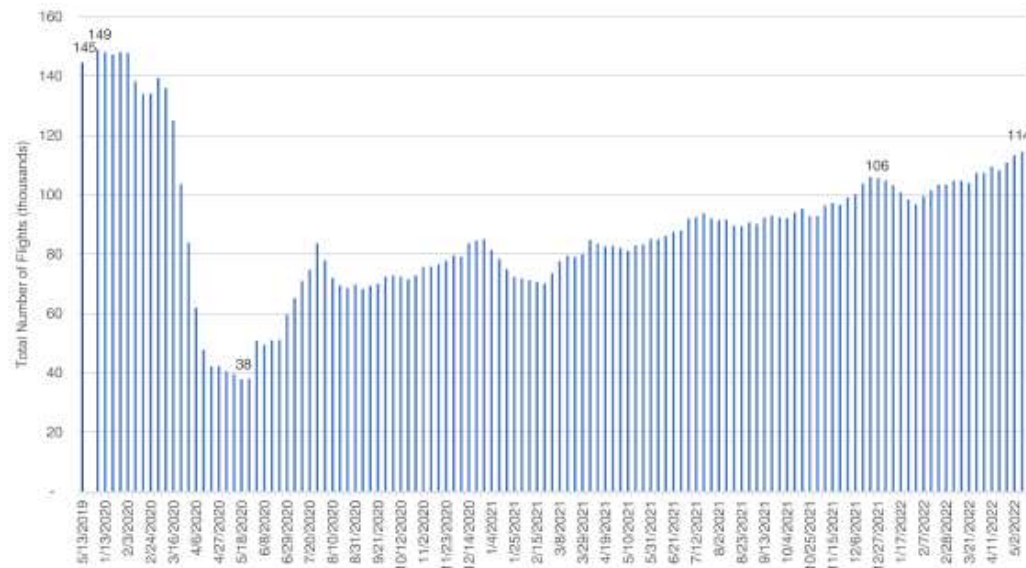
- ✓ 7/12/21: Reino Unido reinstaura el PCR obligatorio para entrar, con o sin vacuna, + 2 días de cuarentena
- ✓ 7/1/22: Reino Unido permite a los viajeros totalmente vacunados entrar sin PCR.

Fuente: Elaboración propia

12) El turismo se recupera muy rápido... en cuanto puede (I)

Número de vuelos en el mundo. Actualizado a 9 de Mayo de 2022

Exhibit 1 - Total Number of Flights – Increase off the Bottom but a Volatile Recovery Momentum- Global Flights Down 20% from 2019



Source: Vertical Knowledge, Jefferies estimates

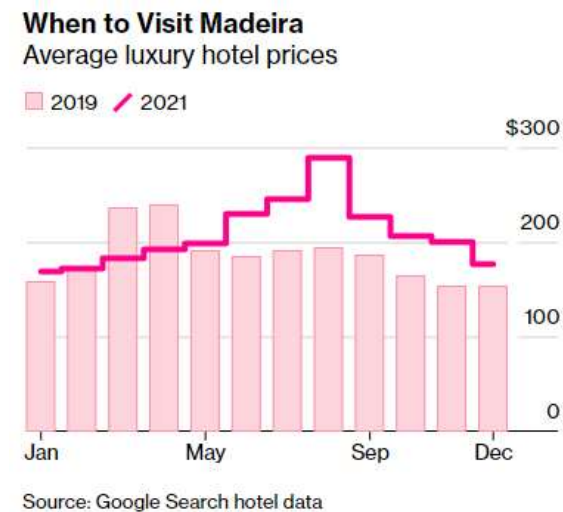
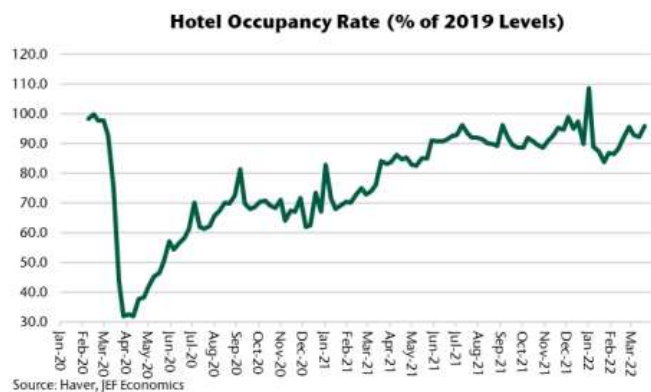
Espectacular Semana Santa 2022 ... y semanas posteriores

Exhibit 2 - Summary of Capacity Percent Changes in Key Regions

Capacity Percent Changes					
Asia	W-o-W	2-Week	M-o-M	Y-o-Y	v. 2019
Asia Total	3%	6%	7%	30%	-29%
China Total	16%	14%	10%	-1%	-24%
China Domestic	16%	14%	11%	0%	-2%
China International	3%	60%	-4%	-54%	-99%
South Korea	7%	-2%	-3%	-2%	-62%
Japan	-9%	-2%	7%	65%	-38%
Taiwan	9%	15%	5%	24%	-87%
Singapore	-1%	7%	11%	186%	-56%
India	-2%	2%	-2%	113%	-6%
Indonesia	4%	11%	7%	288%	-17%
Europe					
Europe	W-o-W	2-Week	M-o-M	Y-o-Y	v. 2019
Europe Total	-1%	2%	4%	178%	-21%
Italy	0%	-2%	0%	169%	-37%
United Kingdom	1%	7%	7%	377%	-19%
Germany	1%	8%	6%	143%	-23%
France	-7%	-8%	-3%	136%	-26%
Spain	1%	4%	3%	169%	-11%
Middle East					
Middle East	W-o-W	2-Week	M-o-M	Y-o-Y	v. 2019
Middle East Total	-8%	-6%	-1%	82%	-7%
Iran	-2%	-3%	-10%	23%	-1%
Dubai	-19%	-14%	-11%	84%	0%
Doha	0%	-1%	-2%	59%	-16%
Americas					
Americas	W-o-W	2-Week	M-o-M	Y-o-Y	v. 2019
North America Total	1%	3%	3%	32%	-11%
United States	1%	2%	2%	31%	-12%
Brazil	1%	4%	9%	85%	-25%
Total					
Total	W-o-W	2-Week	M-o-M	Y-o-Y	v. 2019
Global Total	1%	3%	4%	41%	-21%
Domestic	2%	4%	5%	26%	-8%
International	-2%	1%	4%	129%	-45%

13) Y los precios también... Reapertura en EEUU y en Europa.

Hoteles: Evolución comparada de los precios de las habitaciones y de las tasas de ocupación



**Cuando se recuperan los niveles de ocupación previos a la Covid, e incluso antes ...
Los precios de las habitaciones de hotel son superiores a los Precovid**

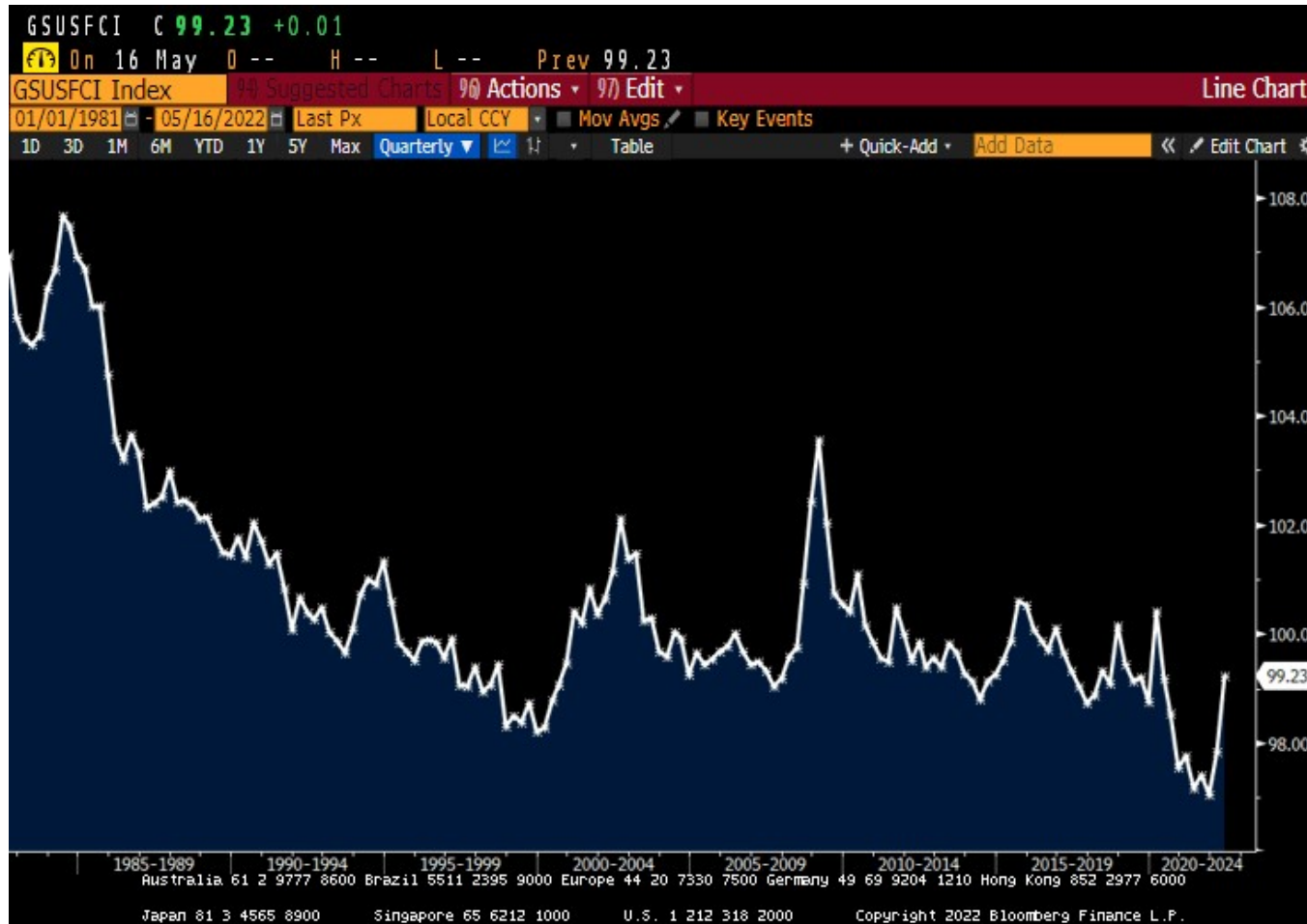
14) Agentes económicos en “modo inflacionista”. Conclusiones 2021

Principales conclusiones agregadas de las reuniones mantenidas con 266 empresas cotizadas en 2021

- I. Todas las empresas contactadas, sin excepción, afectadas por la subida del precio de las materias primas, nos han manifestado que estaban **subiendo ya los precios de venta de sus productos, y que los iban a subir aún más**. No afectación negativa al margen empresarial en esta ocasión, como venía siendo habitual. **El margen empresarial no está actuando de airbag antiinflacionista**
- II. Las reducciones de costes operativos (OPEX) durante la Covid-19 efectuadas por las empresas han conducido a una **subida estructural del margen empresarial**. Una parte de las reducciones de costes no volverán, aun cuando lo hayan hecho las ventas. Más beneficios con mismas ventas. **Margen PosCovid > Margen PreCovid**. Los beneficios del apalancamiento operativo de las empresas explotarán, especialmente en 2021 y 2022
- III. Las empresas se están **endeudando para su Capex**. ¿por qué? **El multiplicador monetario está funcionando**. Base Monetaria Vs. Oferta Monetaria.

15) Índice de Condiciones Financieras en mínimos

Goldman Sachs US Financial Conditions Index



El índice mide cómo de fácil/difícil les resulta a las empresas, a las familias y a los gobiernos financiarse

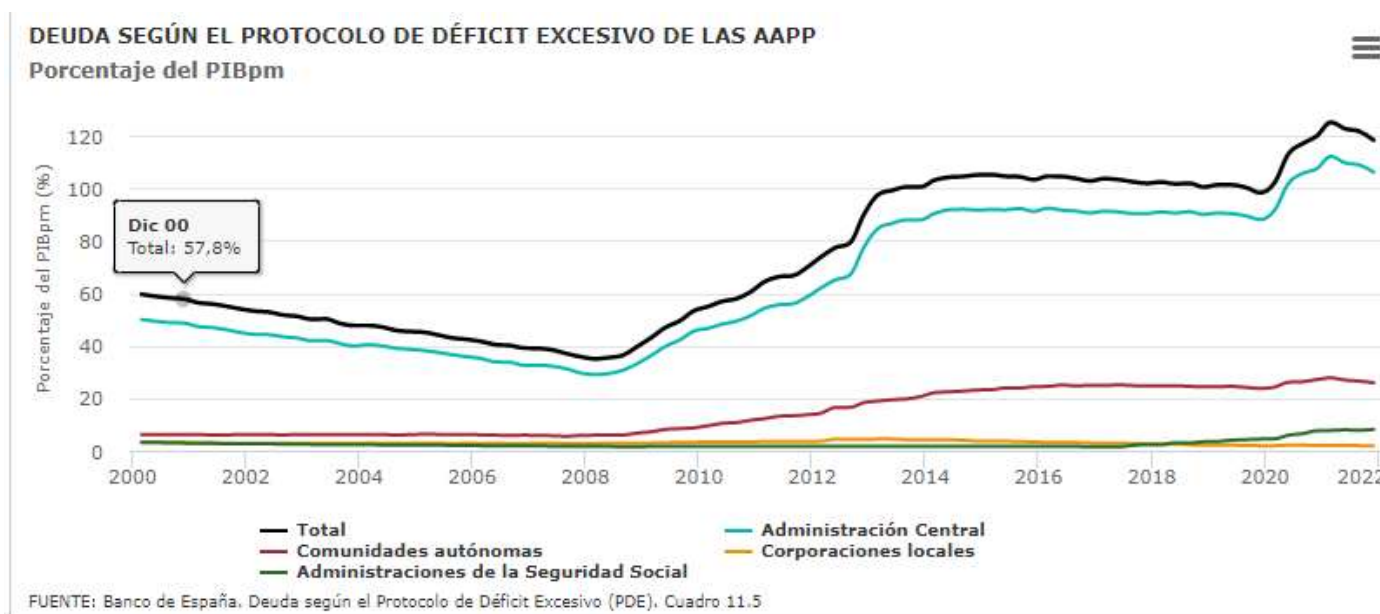
En 2021 se dieron las mejores condiciones para financiarse de las últimas décadas

En 2022 han empezado a empeorar

16) Elevada Deuda Pública y Bancos centrales “atrapados en su propio discurso”

Dos argumentos para la Inflación alta: Fuerte acumulación de deuda pública e Inercia Bancos Centrales

1) El fuerte aumento adicional de la deuda pública, debido al coronavirus, tendrá un precio: La subida de la tasa de inflación



Deuda
s/
deuda

2) Riesgo, ahora ya cierto, de que los Bancos Centrales actúen tarde en su cometido del control de la inflación. Causas:

- ✓ Predisposición a ayudar a gobiernos muy endeudados (“In the Government”)
- ✓ Experiencias recientes de políticas monetarias restrictivas fallidas
- ✓ Escasa experiencia en pandemias globales
- ✓ No prestar suficiente atención al componente Microeconómico de la Inflación

Euribor a 12 meses

17) Bancos Centrales en “modo inercial” ... Hasta hace bien poco

Reacción Fed y BoE: Noviembre 2021. BCE: Febrero 2022

Los bancos centrales han rectificado, después de haber minusvalorado el componente microeconómico de la inflación

FED: 7 subidas de tipos previstas en 2022. De 2,50% a 3,25%

BCE: De 2 a 3 subidas de tipos previstas para 2022. De 0,50% a 0,75%



Fuente: Bloomberg



Euribor a 12 meses

18) Agentes económicos en “modo inflacionista”

Principales conclusiones agregadas de las reuniones mantenidas con 65 empresas cotizadas en lo que llevamos de 2022

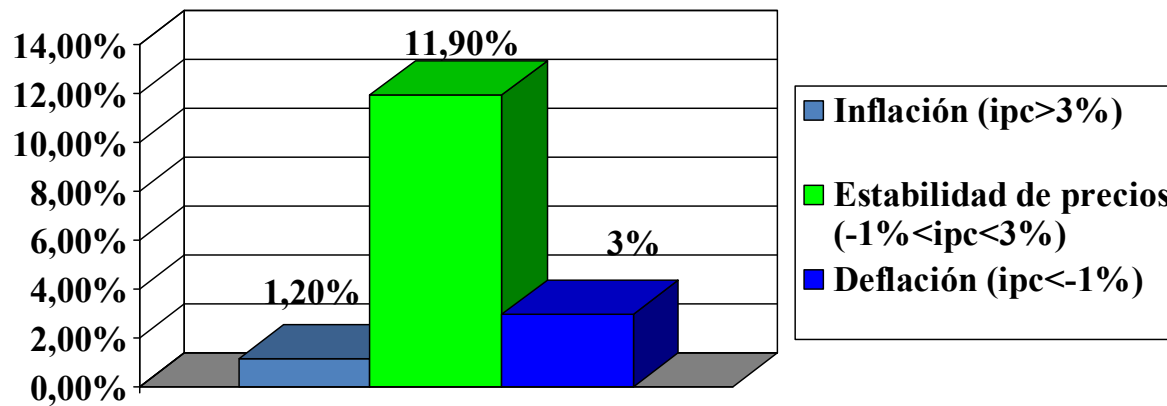
- I. Las ventas y los pedidos están muy fuertes, fruto de la reactivación pospandémica**
- II. La principal preocupación de las empresa hoy es la de poder servir sus pedidos. Traslado del centro de gravedad desde la Dirección Comercial a la Dirección operativa**
- III. Las empresas tienen unos inventarios superiores a los habituales, dado que no quieren quedarse sin materia prima y tener que parar máquinas**
- IV. Escasez de personal. Mayores salarios y mayores rotaciones de empleados a la vista**
- V. Las tensiones inflacionistas microeconómicas (traslado de aumento de costes a precios de venta y la tendencia a financiar el capex con deuda) se mantienen intactas**

II. Mercados... e inflación

19) Evolución de los mercados bursátiles en función de la inflación

El peor escenario es una inflación instalada por encima del 3%

Rentabilidad del S&P500 respecto al mercado monetario desde 1.926



Fuente: Invesco

Del mejor de los mundos al peor, por un margen escaso

- ✓ **Fortaleza de demanda, restricciones de oferta, inflación de primera ola de bienes, inflación de segunda ola de servicios, ...**
- ✓ **Presiones inflacionistas aseguradas hasta, por lo menos, el primer semestre de 2022...**
- ✓ **¿Tiempo suficiente tiempo como para iniciar los mecanismos de retroalimentación?
¿Y la negociación colectiva 2022?**
- ✓ **La clave: el nivel de **estabilización de la inflación** en el **segundo semestre de 2023**** ²²

20) Escenarios de Inflación

Activo financiero óptimo en función de la tasa de inflación

Escenarios:

a) Inflación dentro del intervalo ideal (0%-3%)

- Parte baja (en torno al 0%): RV. Negocios de contador y “Growth”
- **Parte alta (en torno al 2%-3%): RV. Negocios cíclicos y “Value”**

b) Inflación fuera de intervalo ideal (por encima):

- Catastrófico para los mercados inmobiliario y de renta fija
- Mucha afectación a los negocios de contador y al “growth”
- Menor afectación a los negocios cíclicos y al “value”

21) Comportamiento Renta Fija cuando la Renta Variable cae

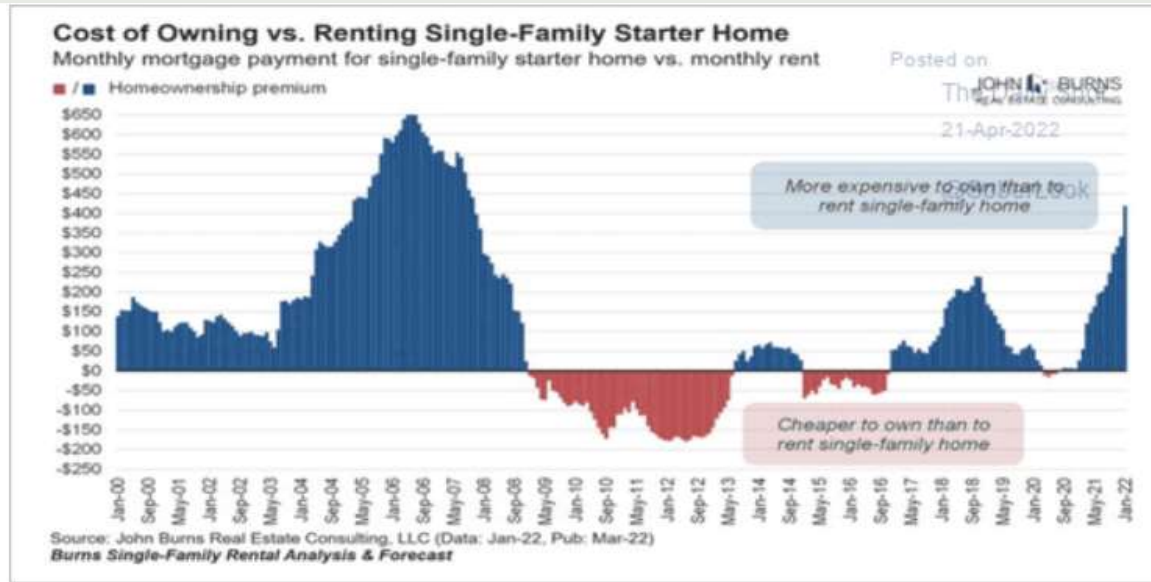
En función de la tasa de inflación. Período de análisis 1963 a 2022

Tasa de Inflación	Caída media del S&P 500 los meses negativos	Comportamiento del Bono US a 10 años en el mismo período
Baja	-3,5%	+1,5%
Media	-2,8%	+0,0%
Alta	-3,7%	-1,2%

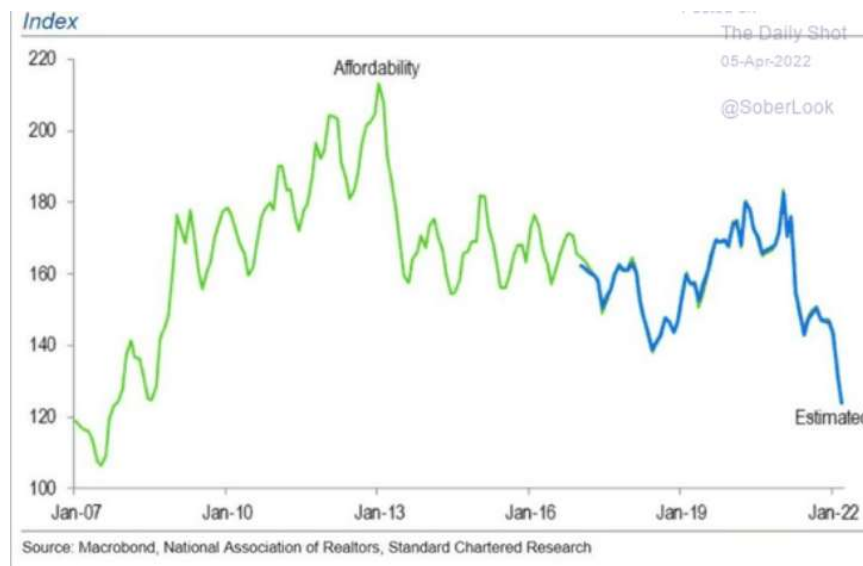
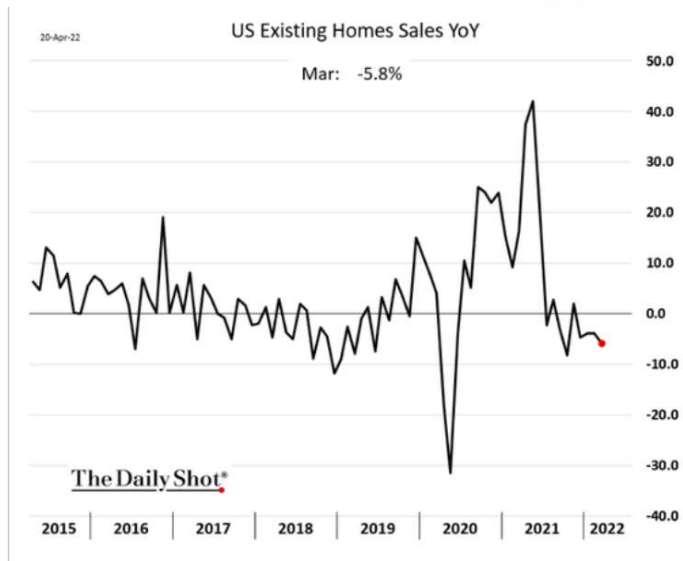
Cuando la tasa de inflación es alta, la renta fija no compensa los meses malos de la renta variable

22) Efectos de la inflación

Ejemplo de un sector de contador afectado negativamente por la subida de tipos: El inmobiliario



Source: John Burns Real Estate Consulting



Source: Standard Chartered Global Research; @MikeZaccardi

III. Mercado bursátil dicotómico: Excesos en el “Growth” e infravaloración en el “Value”

- ✓ **Excesos de valoración en el “Growth”**
- ✓ **Infravaloración manifiesta en el “Value”**
- ✓ **Mayor protección del riesgo de inflación en el “Value”**

23) Ejemplos de la exageración “growth” (I) (explicado en 21/9/21)

El caso Zooplus: Congratulations Cornelius !



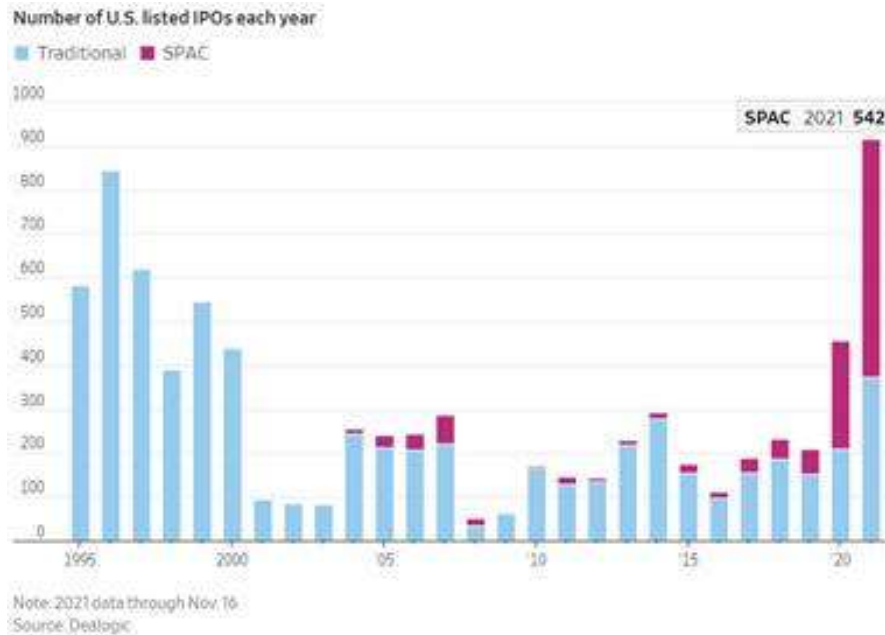
**Excesos
del Private
Equity:**

**Uno entre
muchos...**

Año	Ventas (Mill. Eur)	Ebitda (Mill Eur)	Benef. Neto (Mill Eur)	CB (Mill. Eur)
2016	909	19,7	11,4	858
2017	1.110	8,8	1,9	1.073
2018	1.341	11,3	-0,2	849
2019	1.523	15,9	-9,3	610
2020	1.801	67,0	21,4	1.213
2021 Exp.	2.111	64,3	19,2	3.430
2022 Exp.	2.360	55,5	14,3	

24) Ejemplo de la exageración “growth” (II)

El mercado de capitales en máximos históricos: Muy centrado en empresas “Growth”



Récord histórico de captación de dinero en los mercados financieros por parte de las empresas en 2021

Fuente: Datalogic, Financial Times

Número de Salidas a bolsa –IPOs- en máximos históricos

Proliferación de las SPAC (Comprar sin saber qué se compra) ...

2021: escaso éxito de las IPOs



25) Entender (i) los factores y (ii) el factor Value / Growth en especial (Explicado el día 19/5/21)

Value Minus Growth: Low Market to book Minus High Market to book

19/5/21 (1)	ArcelorMittal (mill. EUR)	Netflix (mill USD)
Valor Bursatil	28.022	216.469
Valor Contable	40.237	11.065
Market to Book	0,70	19,56
	Value	growth

Valor Bursátil: Refleja las expectativas de futuro

Valor Contable: Refleja el pasado de la empresa

**No se trata de que unas empresas crezcan más que otras, lo cual es normal, y los múltiplos ya reflejan, sino
las expectativas de los inversores**

A veces el mercado es propenso a pagar mucho por las expectativas de futuro, (¿Castles in the air?), y a veces el mercado es más realista. ¿Quién gana?

(1): Valor contable a 31/12/20

26) Evolución comparada de Netflix y de ArcelorMittal después de la explicación

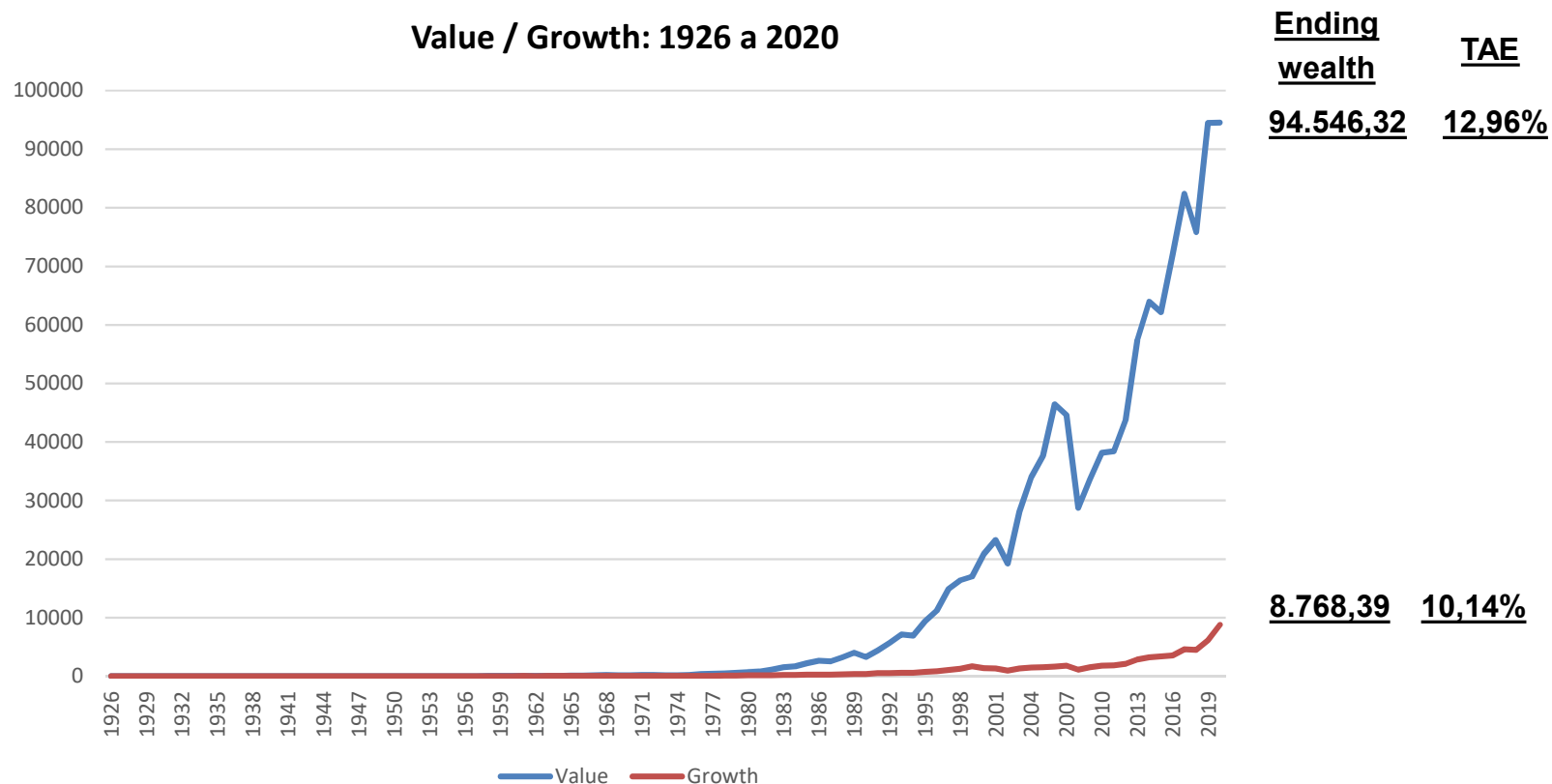
De 19/5/21 hasta la actualidad



¿Realmente, alguien pensaba que, tras la pandemia, la gente seguiría quedándose en casa, viendo más series?

27) Rentabilidad a largo plazo de los factores value/growth: De 1926 a 2020

A largo plazo el value bate al growth: Capital inicial de ambos de 1 en 1926



Rentabilidad anualizada Value: 12,96% Rentabilidad anualizada Growth: 10,14%

Diferencia anualizada de rentabilidad favorable al Value: 2,82%. El precio del realismo

!!! En los mercados bursátiles se impone ser realista !!!

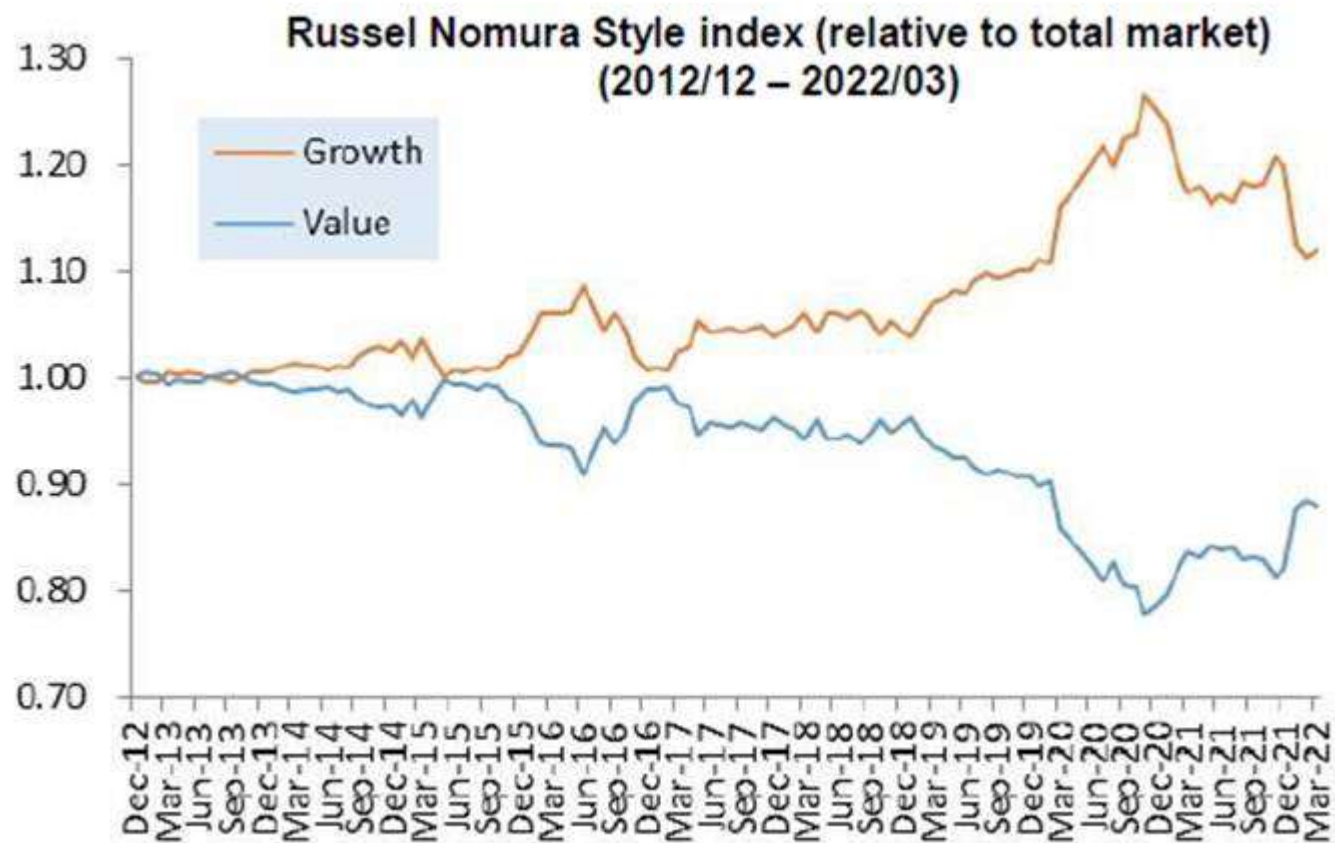
28) Ciclos largos value y ciclos largos growth

Duraciones continuadas de los ciclos value/growth

Años seguidos de duración	Ciclos Value	Ciclos Growth
2	1932 a 1933 1935 a 1936 1954 a 1955 1958 a 1959 1992 a 1993	1927 a 1928 1930 a 1931 1956 a 1957 1966 a 1967 1979 a 1980 1998 a 1999
3	1995 a 1997	1989 a 1991
4		1937 a 1940 2017 a 2020
5	1961 a 1965	
6	1981 a 1986	
7	1972 a 1978 2000 a 2006	2009 a 2015
8	1941 a 1948	

29) Ciclos largos value y ciclos largos growth

El ciclo value/growth cambió.... con la vacuna



30) Correspondencia del Value/Growth con los índices geográficos y con los tipos de interés largos

Fases Value / Growth muy correlacionadas con los tipos de interés largos

Los índices con un mayor componente Value suben más en la fase Value

Fase Value	06/11/20	2/4/21	%
Ibex-35	6.870,40	8,577,60	24,8%
Eurostoxx-50	3.204,05	3,945,96	23,2%
Stoxx 600	366,40	432,22	18,0%
S&P500	3.509,44	4.019,87	14,5%
Nasdaq	11.895,23	13.480,11	13,3%

Tipos 10 años USA	MSCI Europe Value TR	MSCI Europe Growth TR	Diferencia
6/11/20 - 0,85% 02/04/21 - 1,72%	+27,60%	+11,10%	+16,49%
02/04/21 - 1,72% 31/12/21 - 1,51%	+9,15%	+20,51%	-11,36%

El Value lo hace mejor que el Growth cuando los tipos suben... y viceversa

Tipos 10 años USA	MSCI Europe Value TR	MSCI Europe Growth TR	Diferencia
31/12/21 - 1,51% 21/04/22 - 2,93%	+3,30%	-10,44%	+13,74%

¡ Ojo con el cambio de signo !

31) Principales disfunciones actuales de la comunidad inversora

En la ineficiencia está la oportunidad

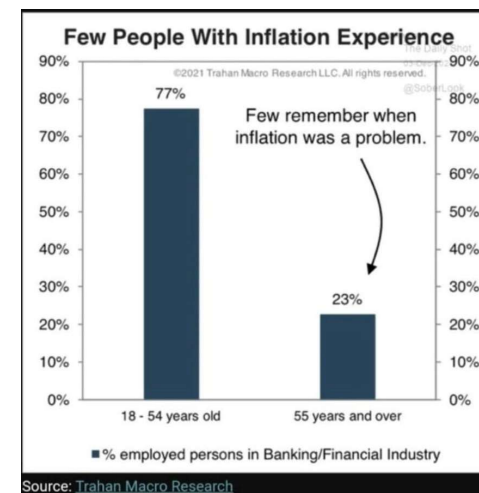
a) Disminución generalizada de la disciplina de valoración:

- Fuerte aumento del “trend following” o “momentum: Bitcoin, Tesla,....



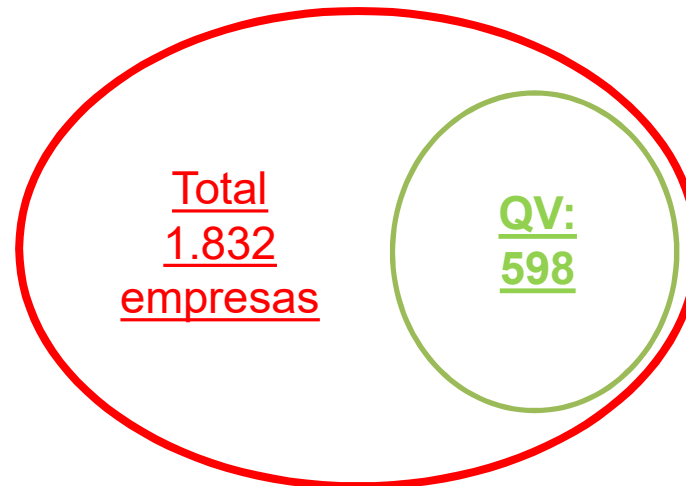
b) Proliferación de gestores sin “vivencia directa” de inflación:

- Minusvaloración sistemática del riesgo de inflación...



c) Confusión reciente del factor “Quality” con el factor “Growth”

- **Infrainversión generalizada en el “Quality Value”:**
 - **Quality:** Imprescindible en entornos alcistas (UTA>7,5/10)
 - **Value:** Doble ventaja actual, (i) mayor descuento fundamental, y (ii) mayor protección contra el riesgo de inflación



IV. La prueba del algodón: Las OPAS

- ✓ **Se suceden las OPAs a precios muy superiores a las cotizaciones**
- ✓ **Nos han efectuado varias OPAs en 2021**

33) OPA sobre SIOEN

GVC Gaesco Small Caps, FI (1ª y 2ª OPA) y GVC Gaesco Retorno Absoluto (2ª OPA)



Primera Opa a 23 EUR en octubre 20 (no acudimos)

Segunda Opa a 27 EUR en febrero 21 (sí acudimos)

Ambas efectuadas por la familia SIOEN, propietaria del 65% antes de la primera OPA.

34) OPA sobre Euskaltel

GVC Gaesco TFT, FI; GVC Gaesco Small Caps, FI, y otras IICs



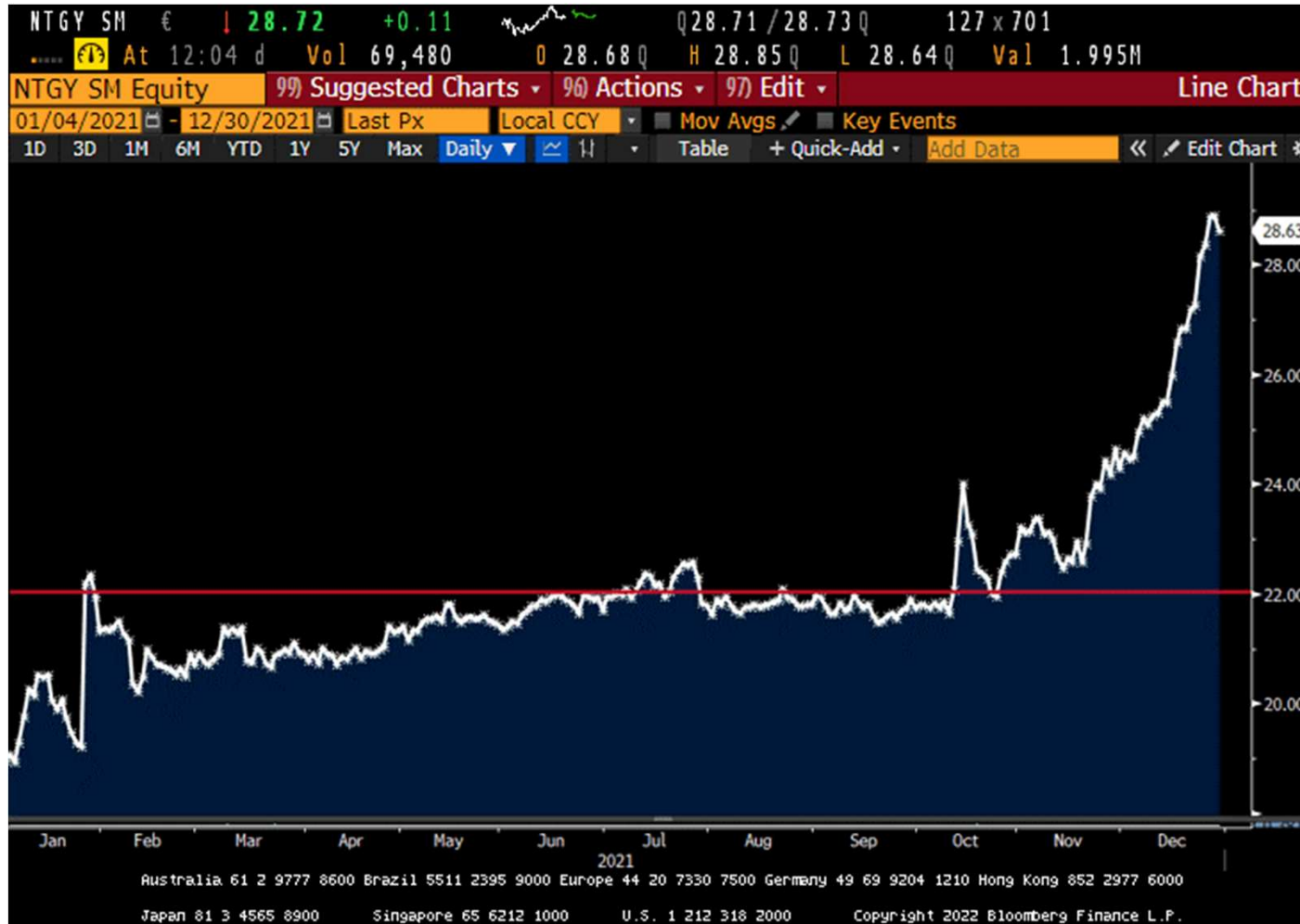
**Opa a 11,17 EUR
en marzo 21**

**Efectuada por un
competidor**

Sí acudimos

35) OPA Parcial sobre Naturgy

Varios Fondos (Sostenible, ...)



**Opa parcial a 22,07
EUR en Octubre 21**

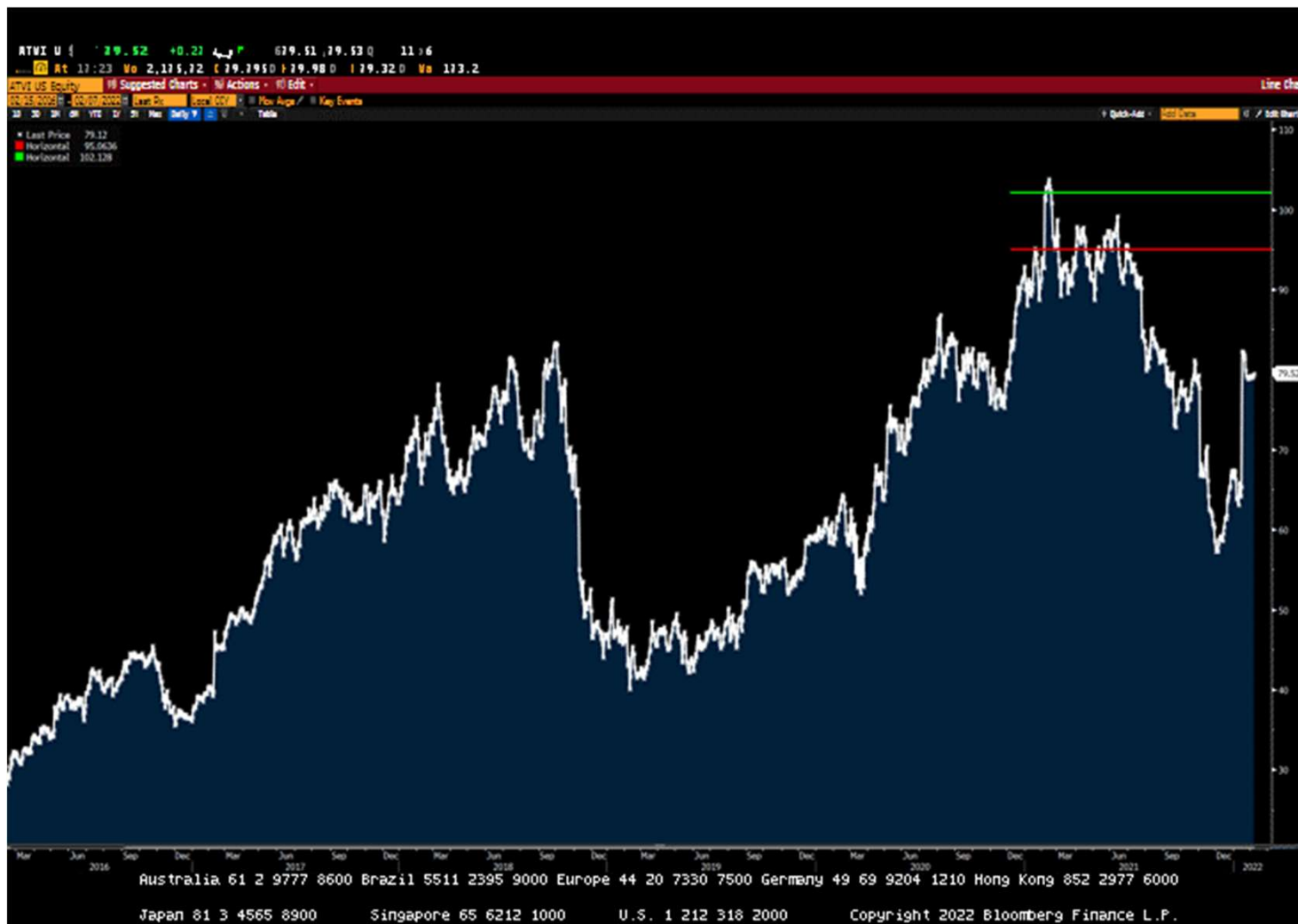
**Efectuada por un
Private Equity**

No acudimos

**Venta en mercado
secundario a 27
euros.**

36) OPA a Activision en Enero 2022: Un caso muy curioso, habíamos vendido las acciones antes ...

...a un precio superior al de la OPA. GVC Gaesco TFT, FI



Opa a 95 USD en Enero 22

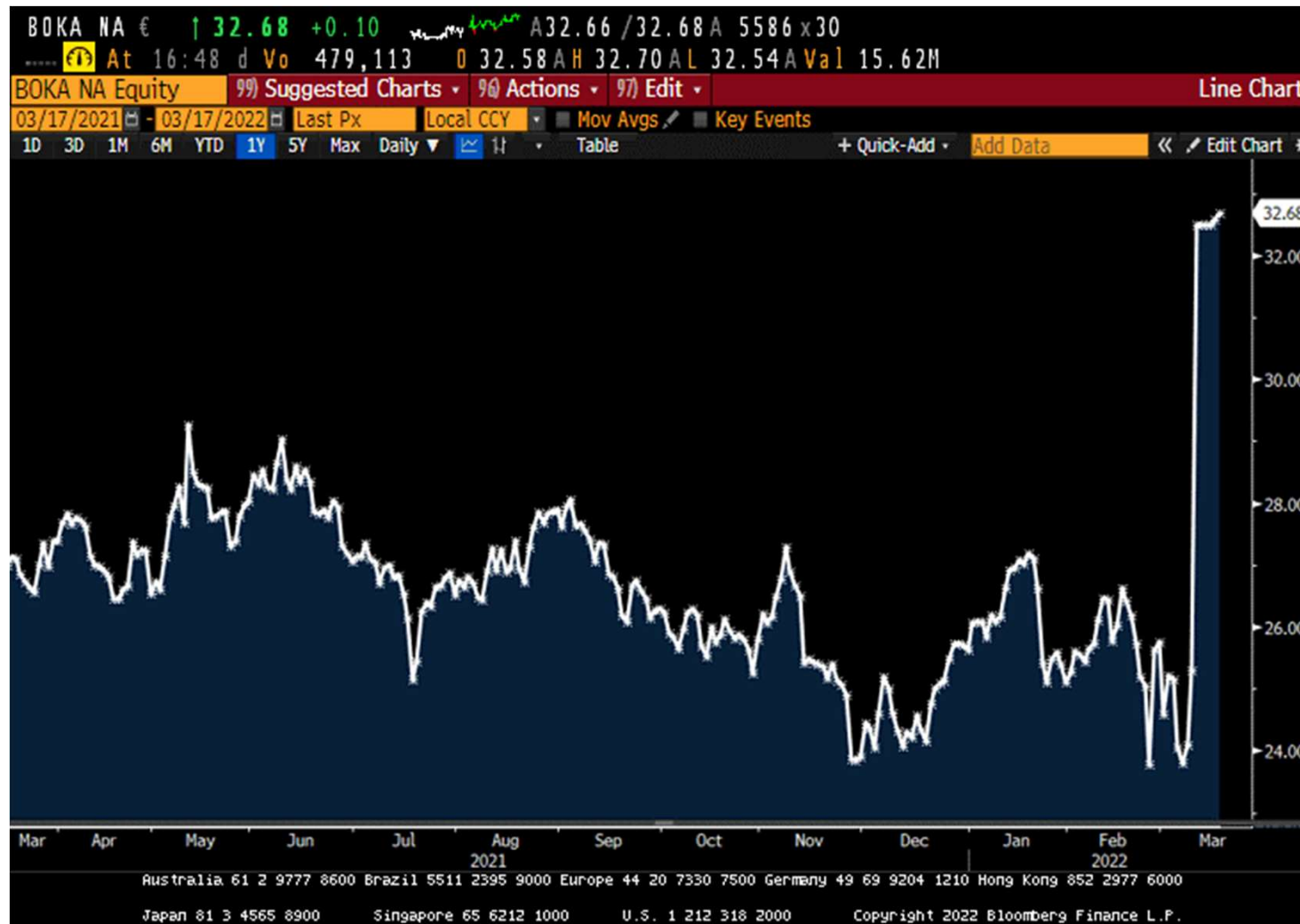
Efectuada por Microsoft

No acudimos ...

Ya que vendimos la totalidad de las acciones a 102 USD el 8/2/21

37) OPA a Boskalis

Muchos Fondos (Europa, ...)



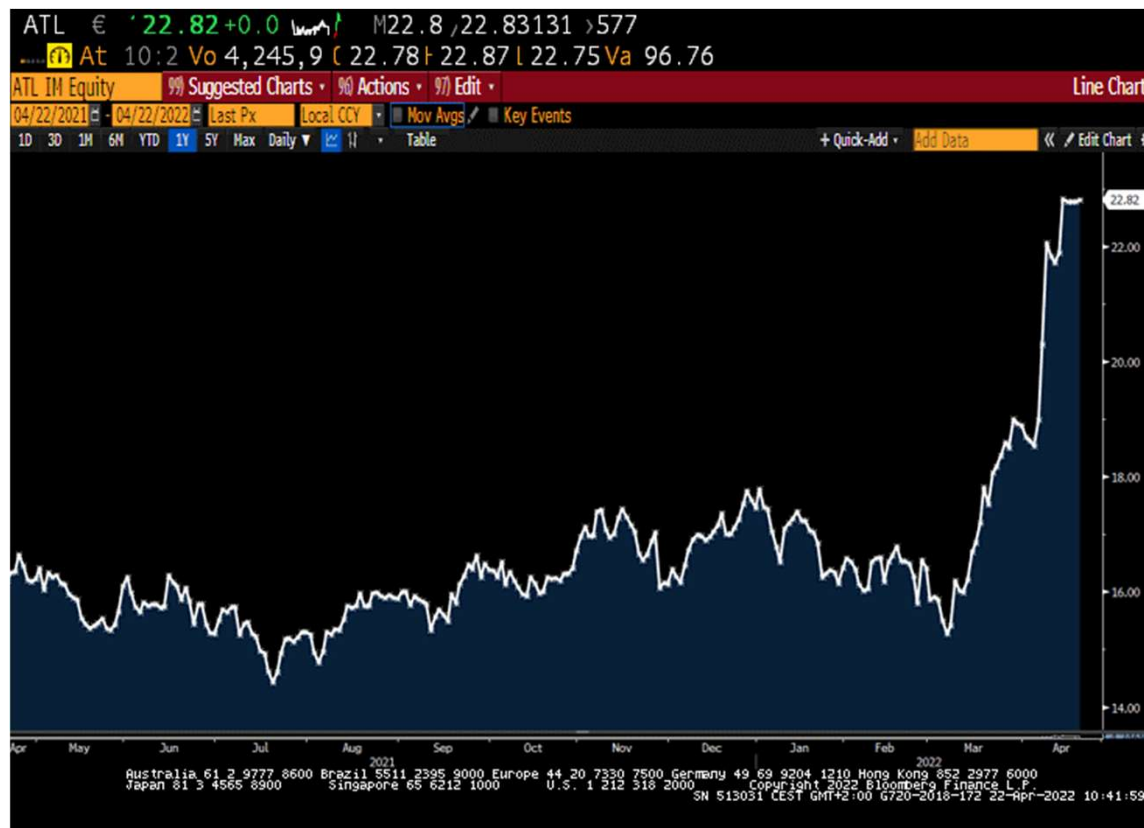
Opa a 32,50 EUR el
10 de Marzo 22

Efectuada por un
el principal
propietario, HALL

Acudimos
por coste de
oportunidad

38) GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI

OPA a ATLANTIA. 14 de Abril 2022.



Empresas Opantes:

Benetton (65%) + Blackstone (35%)

Fecha de la Opa: 14 de Abril 22 -

Precio de la OPA: **23,74 EUR**

Forma de pago: Caja

¿Posible contraopa de

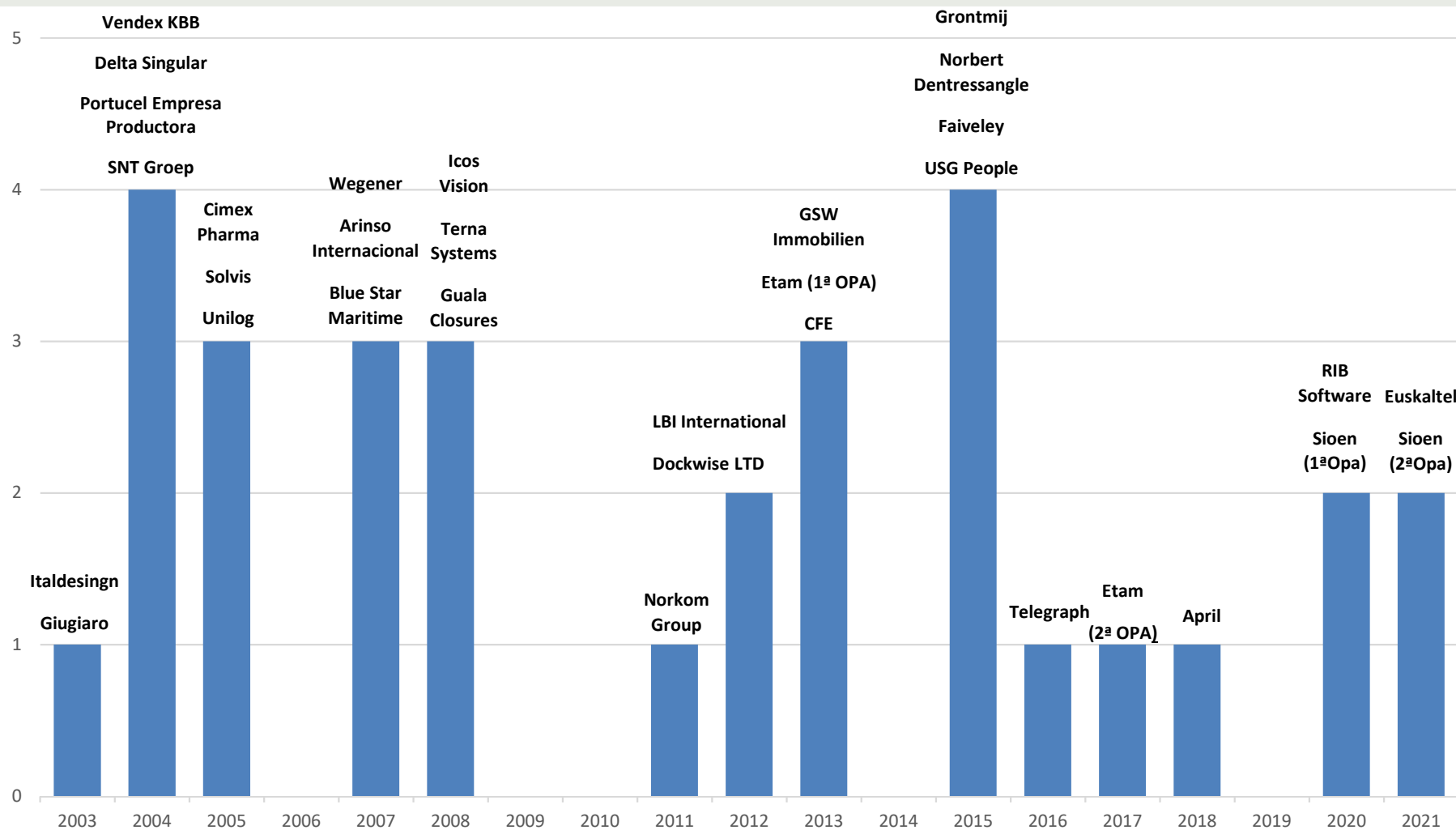
ACS + GIP + Brookfield?

Nuestra acción: **Aceptar la OPA**

3ª OPA a una empresa de GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI, tras SAVE y Dunkin Brands

39) GVC Gaesco Small Caps, FI: Opas recibidas

31 Empresas Opadas del fondo desde el año 2003 hasta la actualidad: 1,7 por año



V. Nuestras rentabilidades

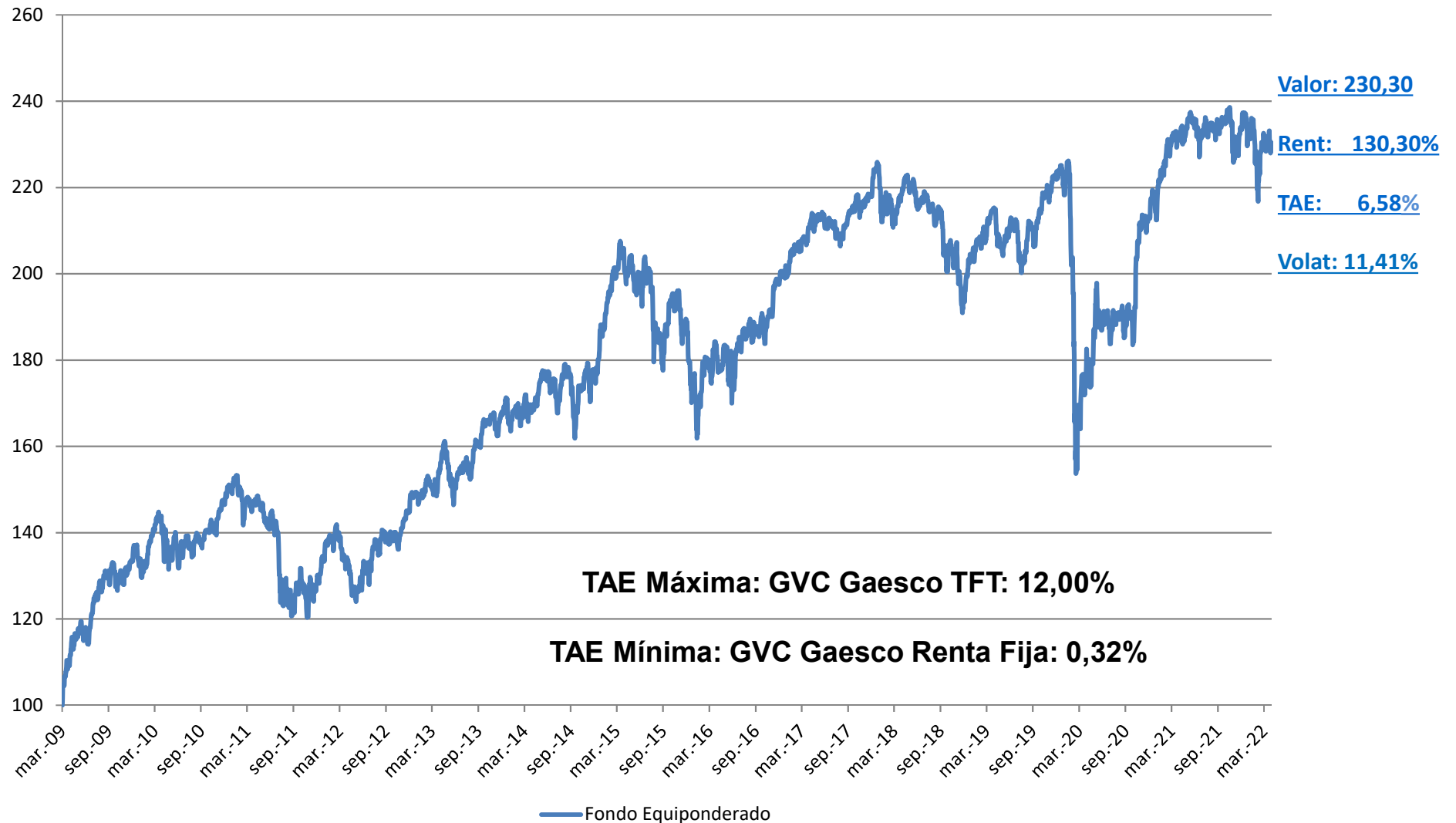
40) Gestora IICs: Rentabilidades de los Fondos de Inversión

Rentabilidades Clase Minorista Abril 2022 y anteriores desde inicio del ciclo. 13 años

RENDA VARIABLE	30/04/2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Mar 09 - Mar 22	TAE(*)
GVC GAESCO GLOBAL EQUITY DS	8,99%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
GVC GAESCO EUROPA	4,16%	18,31%	-11,75%	18,04%	-23,13%	15,19%	3,92%	-2,05%	-1,30%	22,79%	28,57%	133,15%	6,68%
GVC GAESCO 300 PLACES WORLDWIDE	3,67%	4,79%	-23,97%	14,02%	-8,00%	17,86%	2,69%	15,78%	6,61%	---	---	---	---
GVC GAESCO MULTINACIONAL	0,92%	16,12%	-4,63%	21,67%	-20,75%	12,37%	10,50%	5,20%	6,93%	21,48%	23,40%	186,40%	8,37%
GVC GAESCO EMERGENTFOND	0,16%	14,63%	-8,08%	12,93%	-9,60%	10,46%	8,56%	-3,46%	8,35%	-7,10%	15,08%	145,28%	7,09%
GVC GAESCO FONDO DE FONDOS	-0,16%	19,73%	-6,02%	22,79%	-12,36%	7,04%	5,97%	12,13%	12,80%	19,54%	15,94%	253,37%	10,12%
GVC GAESCO DIVIDEND FOCUS	-1,70%	16,14%	-7,22%	10,19%	---	---	---	---	---	---	---	---	---
GVC GAESCO JAPÓN	-3,53%	1,45%	-7,20%	18,23%	-16,17%	1,96%	5,33%	18,72%	5,42%	28,92%	13,98%	115,99%	6,06%
GVC GAESCO BOLSALÍDER	-3,80%	11,89%	-11,65%	13,01%	-14,04%	6,99%	2,03%	-4,19%	4,07%	29,03%	-7,64%	18,48%	1,30%
GVC GAESCO T.F.T.	-6,51%	7,42%	15,49%	22,60%	-9,70%	15,30%	6,28%	12,83%	9,85%	26,19%	13,79%	341,02%	12,00%
GVC GAESCO OP. EMP. INMOBILIARIAS	-7,62%	20,13%	-8,24%	29,26%	-13,19%	17,44%	-3,27%	17,47%	17,40%	0,94%	24,15%	---	---
GVC GAESCO SMALL CAPS	-9,00%	14,12%	-8,55%	12,99%	-25,25%	25,25%	4,63%	18,69%	-0,45%	32,47%	16,74%	194,96%	8,61%
PROMEDIO RENTABILIDADES	-1,20%	13,16%	-7,44%	17,79%	-15,22%	12,99%	4,67%	9,11%	6,97%	19,36%	16,00%	173,58%	7,53%
RETORNO ABSOLUTO	30/04/2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Mar 09 - Mar 22	TAE(*)
GVC GAESCO VALUE MINUS GROWTH MKN	22,01%	-18,56%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
GVC GAESCO PATRIMONIALISTA	-3,28%	9,87%	-6,76%	3,08%	-4,05%	3,33%	-0,61%	2,28%	4,61%	7,36%	6,29%	28,54%	1,94%
GVC GAESCO RETORNO ABSOLUTO	-6,08%	9,85%	-11,52%	7,95%	-7,70%	6,43%	2,56%	3,92%	2,61%	13,42%	8,76%	56,41%	3,48%
PROMEDIO RENTABILIDADES	4,21%	0,39%	-9,14%	5,51%	-5,88%	4,88%	0,98%	3,10%	3,61%	10,39%	7,53%	42,48%	2,71%
RENDA MIXTA	30/04/2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Mar 09 - Mar 22	TAE(*)
GVC GAESCO RENTA VALOR (15% RV)	-2,84%	3,60%	-0,95%	3,72%	-4,36%	1,49%	0,33%	1,08%	---	---	---	---	---
GVC GAESCO SOSTENIBLE (50% RV)	-3,90%	14,50%	5,95%	16,89%	-4,27%	5,45%	7,51%	2,10%	---	---	---	---	---
BONA - RENDA (75% RV)	-8,10%	13,48%	5,73%	13,30%	-5,59%	20,77%	7,20%	4,84%	0,47%	10,98%	8,33%	112,91%	5,94%
PROMEDIO RENTABILIDADES	-4,94%	10,53%	3,57%	11,30%	-4,74%	9,24%	5,01%	2,67%	0,47%	10,98%	8,33%	112,91%	---
RENDA FIJA	30/04/2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Mar 09 - Mar 22	TAE(*)
GVC GAESCO RENTA FIJA	-2,75%	-0,81%	0,01%	2,34%	-1,68%	0,74%	0,19%	-1,70%	0,40%	3,15%	2,37%	4,25%	0,32%
GVC GAESCO ASIAN FIXED INCOME FUND	-3,52%	3,19%	-1,30%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
GVC GAESCO RENTA FIJA FLEXIBLE	-4,91%	0,91%	1,55%	6,79%	-4,10%	0,74%	---	---	---	---	---	---	---
PROMEDIO RENTABILIDADES	-3,73%	1,10%	0,09%	4,57%	-2,89%	0,74%	0,19%	-1,70%	0,40%	3,15%	2,37%	4,25%	0,32%
MERCADO MONETARIO	30/04/2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	Mar 09 - Mar 22	TAE(*)
GVC GAESCO CONSTANTFONS	-0,19%	-0,57%	-0,50%	-0,11%	0,02%	0,01%	0,00%	0,02%	0,35%	0,74%	0,47%	1,37%	0,10%
GVC GAESCO FONDTESORO	-0,28%	-0,85%	-0,70%	-0,21%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,15%	0,50%	0,13%	-0,30%	-0,02%
PROMEDIO RENTABILIDADES	-0,24%	-0,71%	-0,60%	-0,16%	0,02%	0,01%	0,00%	0,01%	0,25%	0,62%	0,30%	0,53%	0,04%
PROMEDIO SIMPLE RENTABILIDADES	-1,23%	8,15%	-4,30%	12,47%	-9,68%	8,88%	3,55%	5,76%	4,89%	14,03%	11,36%		

41) Gestora IICs: Evolución inversor fondos GVC Gaesco

Evolución inversor Equiponderando fondos clase Minorista desde inicio ciclo (31/03/2009) hasta 30/04/2022.



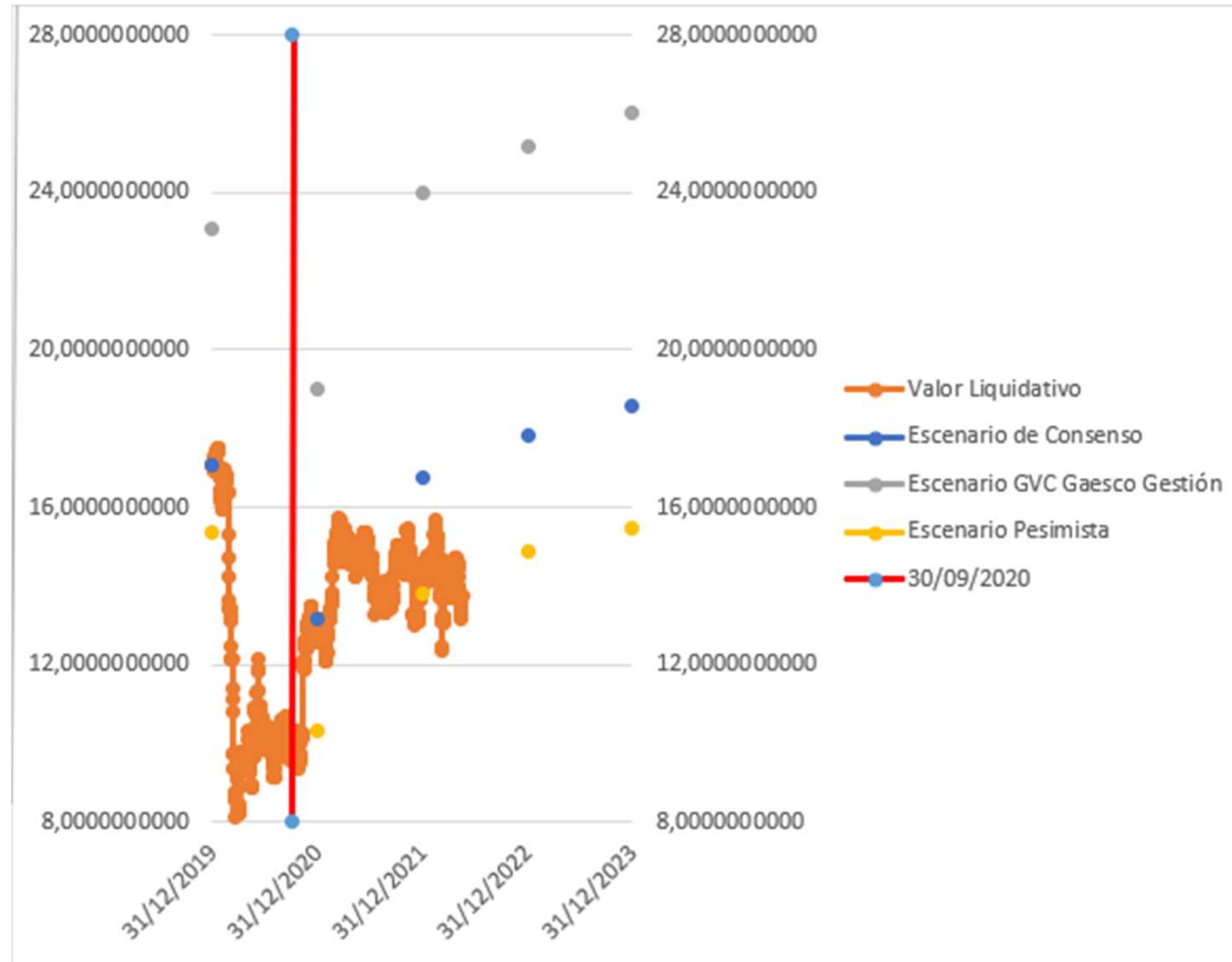
42) Ratio Correlación [de -1(negativa) a 0(nula) +1 (positiva)] 2022

Fondos	Correlación US Treasury 10yr
GVC GAESCO RENTA FIJA, FI	0,56
GVC GAESCO ASIAN FIXED INCOME, FI	0,29
GVC GAESCO JAPÓN, F.I	0,14
GVC GAESCO EMERGENTFOND, FI	0,14
GVC GAESCO RENTA FIJA FLEXIBLE, FI	0,03
GVC GAESCO PATRIMONIALISTA FI CLASE A	-0,07
GVC GAESCO GLOBAL EQUITY VALUE DS, FI	-0,13
GVC GAESCO T.F.T., FI	-0,16
GVC GAESCO OP. EMP. INMOB. RV FI SERIE A	-0,17
GVC GAESCO FONDO DE FONDOS, FI	-0,22
GVC GAESCO VALUE MINUS GROWTH MARKET NEUTRAL, FI	-0,23
BONA RENDA, FI	-0,27
GVC GAESCO SOSTENIBLE, FI	-0,28
GVC GAESCO RENTA VALOR CLASE A ACUMULC FI	-0,28
GVC GAESCO DIVIDEND FOCUS, FI	-0,29
GVC GAESCO 300 PLACES WORLDWIDE CLAS A FI.	-0,32
GVCGAESCO MULTINACIONAL FI	-0,36
GVCGAESCO SMALL CAPS , FI	-0,36
GVC GAESCO RETORNO ABSOLUTO, FI	-0,40
GVC GAESCO BOLSALIDER, FI CLASE A	-0,40
GVC GAESCO EUROPA FI	-0,41

Fondos que mejor lo hacen cuando los tipos largos suben

43) GVC Gaesco 300 Places Worldwide FI

Evolución del Valor Liquidativo desde la previsión hasta 17/5/22. Manteniendo valores fundamentales 30/9/20



Más de 25 premios en los últimos 15 años: un reconocimiento de la estrategia y la filosofía de inversión

2019

Fondo: **GVC Gaesco Constantfons, FI**
Premio: Morningstar – Expansión
Categoría: Monetario

2018

Fondo: **GVC Gaesco Gestión, SGIIC**
Premiada por European Funds Trophy como Mejor Gestora Española de su categoría

Fondo: **Pareturn GVC Gaesco Absolute Return Fund**
Sello Funds People en 2018 como producto destacado del año

2017

Fondo: **GVC Gaesco Small Caps, FI**
Categoría: Top 10 de Fondos de Inversión españoles más rentables de 2017

Fondo: **Bona-Renda, FI**
Categoría: Top 10 de Fondos de Inversión Españoles mixtos más rentables de 2017

Fondo: **GVC Gaesco TFT, FI**
Categoría: Fondo Sectorial Español más rentable de 2017

2015

Fondos:
GVC Gaesco Small Caps, FI,
GVC Gaesco Op. Empresas Inmobiliarias, FI
GVC Gaesco Japón, FI,
GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI

Categoría: Top 20 de Fondos de Inversión españoles más rentables de 2015

2013

Fondo: **GVC Gaesco Retorno Absoluto**
Premio: Lipper – Cinco Días
Categoría: RA Eur Riesgo Alto

Fondo: **IM 93 Renta, FI**
Premio: Morningstar – El Economista
Categoría: Mixto Flexible Euro

2011

Gestor: **Jaume Puig – Mejor Gestor de RV última década**
Premio: Interactive Data – Expansión XXV Aniversario Expansión
GVC Gaesco Small Caps, FI
Categoría: Renta Variable

2009

Fondo: **Bona Renda, FI**
Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)
Categoría: Mixto Renta Variable

2008

Fondo: **Gaesco Fondo de Fondos, FI**
Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)
Categoría: Renta Variable



Más de 25 premios en los últimos 15 años: un reconocimiento de la estrategia y la filosofía de inversión

2007

GVC Gaesco Gestión, SGIIC

Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)

Categoría: Todos los Fondos

Fondo: Gaesco Fondo de Fondos, FI

Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)

Categoría: Renta Variable

Fondo: Catalunya Fons, FI

Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)

Categoría: Mixto Renta Variable - España

Fondo: Catalunya Fons, FI

Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)

Categoría: Mixto Renta Variable - Europa

2006

GVC Gaesco Gestión, SGIIC

Premio: Lipper – Cinco Días

Categoría: Todos los Fondos

Fondo: Gaesco TFT, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Renta Variable

Fondo: Gaesco Fondo de Fondos, FI

Premio: Morningstar – Intereconomía

Categoría: Renta Variable

Fondo: Cahispa Emergentes, FI

Premio: Morningstar – Intereconomía

Categoría: Renta Variable

Fondo: Bona Renda, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mixto Renta Variable

2004

GVC Gaesco Gestión, SGIIC

Premio: Eurofunds Fund Class (Le Monde)

Categoría: Todos los Fondos

GVC Gaesco Gestión, SGIIC

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mejor Gestora de Renta Variable

Fondos:

Gaesco Small Caps, FI,

GaescoQuant, FI,

Gaesco Emergentfond, FI,

Gaesco Fondo de Fondos, FI,

Eurofondo, FI,

Bolsalider, FI,

Fondguissona, FI,

Gaesco TFT, FI,

Gaesco Multinacional, FI,

Cahispa Small Caps, FI,

Cahispa Eurovariable, FI,

Cahispa Emergentes, FI,

Cahispa Multifondo, FI

Fondo: Fonsglobal Renta, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mixto Renta Variable

Fondo: FonsManlleu Borsa, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mixto Renta Fija

2002

Fondo: Cahispa Renta, FI

Premio: Lipper – Cinco Días

Categoría: Mixto Renta Fija

2001

Fondo: Gaesco Fondo de Fondos, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Renta Variable

Fondo: Cahispa Renta, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mixto Renta Fija



Aviso Legal

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en la misma, han sido elaborados por GVC Gaesco Gestión, S.G.I.I.C., S.A.U. (en adelante "GVC Gaesco Gestión"), con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y están sujetos a cambio sin previo aviso.

GVC Gaesco Gestión no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. GVC Gaesco Gestión considera que la información y/o las interpretaciones, estimaciones y/u opiniones relacionadas con los instrumentos financieros y/o emisores de los cuales trata este documento, están basados en fuentes que se consideran fiables y de reconocido prestigio, disponibles para el público en general. GVC Gaesco Gestión no garantiza la precisión, integridad, corrección o el carácter completo de dichas fuentes, al no haber sido objeto de verificación independiente por parte de GVC Gaesco Gestión y, en cualquier caso, los receptores de este documento no deberán confiar exclusivamente en el mismo, antes de llevar a cabo una decisión de inversión.

La información contenida en el presente documento hace o puede hacer referencia a rendimientos pasados o a datos sobre rendimientos pasados de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión, en consecuencia, el inversor es advertido de manera general de que dichas referencias a rendimientos pasados no son, ni pueden servir, como indicador fiable de posibles resultados futuros, ni como garantía de alcanzar tales resultados.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los comentarios que figuran en este documento tienen una finalidad meramente divulgativa y no pretenden ser, no son y no pueden considerarse en ningún caso asesoramiento en materia de inversión ni ningún otro tipo de asesoramiento.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

GVC Gaesco Gestión no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los 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 e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Es posible que entre la información contenida en el presente documento existan datos o referencias basadas o que puedan basarse en cifras expresadas en una divisa distinta de la utilizada en el Estado Miembro de residencia de los destinatarios o receptores posibles del presente documento. En tales casos, es necesario advertir de forma general que cualquier posible cambio al alza o a la baja en el valor de la divisa utilizada como base de dichas cifras puede provocar directa o indirectamente alteraciones (incrementos o disminuciones) de los resultados de los instrumentos financieros y/o servicios de inversión a los que hace referencia la información contenida en el presente documento.

GVC Gaesco Gestión o cualquier otra entidad del Grupo GVC Gaesco, así como sus respectivos directores o empleados, 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 GVC Gaesco Gestión u otra entidad del Grupo GVC Gaesco pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo GVC Gaesco Gestión o cualquier otra entidad del Grupo GVC Gaesco puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de GVC Gaesco Gestión. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.