



**NUESTROS EXPERTOS OPINAN
SOBRE LAS PERSPECTIVAS DEL MERCADO ANTE
EL CONTEXTO CREADO POR EL COVID-19**

4ª Actualización 11/06/2020

Nos complace presentar la cuarta actualización de nuestro informe Covid-19, que incluye nuestra revisión del contexto macroeconómico y de la situación de los mercados financieros y la referencia a nuestras principales actuaciones a lo largo de la crisis en las instituciones que gestionamos y en las carteras modelo que asesoramos y gestionamos también.

Con un balance de casi 7 millones de casos y más de 400.000 muertes en el mundo, el coronavirus empieza a retroceder claramente y, sobre todo en nuestros entornos próximos, las cifras de contagios y fallecimientos son muy alentadoras. Ello, unido a la progresión de los programas de desconfinamiento está haciendo que las personas y la sociedad retomemos la esperanza y empecemos a dejar atrás la pesadilla del drama humano que hemos vivido. Con todo, la comunidad científica sigue siendo cauta y manifiesta lo mucho que queda aún por aprender del comportamiento y la afectación del virus.

Poco a poco estamos pasando de especular sobre cómo será la “nueva normalidad” a ponerla en práctica. Siguen siendo muchas las dudas e incertidumbres que los gobiernos y las compañías tenemos aún acerca de cómo retomar de nuevo la actividad, pero lo cierto es que, aunque vigilando muy de cerca la aparición de cualquier contingencia, estamos dando pasos decididos para remontar el brusco descenso de actividad económica que hemos padecido.

Desde nuestro último informe, seguimos acumulando elementos positivos:

- En primer lugar, los mercados financieros han continuado su recuperación. El S&P500 se sitúa a tan sólo un 1% de lograr una revalorización positiva en el año, habiendo remontado más de un 40% desde los mínimos de marzo.
- La progresión de la desescalada ha dado pie a una rotación de sectores muy positiva: sectores “value” como bancos, industriales y sobre todo viajes y turismo han visto reconocido en sus precios unas mejores perspectivas.
- Lo anterior ha permitido que el mercado español, carente de los sectores Biotech y Tecnológicos (sectores “growth” en general) que lideraron la recuperación inicial, pudiera unirse al resto de mercados.
- Del lado macro, los recientes datos de empleo en EEUU demuestran una capacidad de reemprender la actividad muy superior a lo previsto. También el BCE, ampliando su paquete de estímulos ha dado señales claras de compromiso.
- Es especialmente esperanzador el rumbo que están tomando los mercados de capitales: además de operaciones en nuestro país como la de MásMóvil, en otros mercados se han cerrado importantes operaciones como la de Warner Music, la de mayor volumen desde la salida de Uber a los mercados en 2019. También la actividad de M&A del mes de mayo ha retomado tasas normales y la cartera de operaciones en estudio de los bancos de inversión ha crecido mucho y se esperan importantes salidas a Bolsa, sobre todo en el sector del “High Quality Growth”.

Pero también debemos ponderar y seguir muy de cerca determinados riesgos:

- Las cargas en las cuentas públicas y por consiguiente en las deudas públicas, causa de las abundantes ayudas gubernamentales, van a pesar en la fase de recuperación y las políticas fiscales con mayor sesgo social y mayor gasto en Sanidad (algo lógico por supuesto) y simultáneo aumento de impuestos, van a ser un lastre cuyo efecto ahora no podemos valorar adecuadamente.
- La evolución del riesgo de crédito va a ser clave y su efecto en los balances bancarios va a tardar más tiempo en poder medirse adecuadamente, debido a los efectos propios de los numerosos procesos de refinanciación y de levantamiento de condiciones de financiación (waivers).
- Las amenazas al comercio mundial y a la globalización, atizadas por las confrontaciones comerciales entre EEUU y China, pueden perjudicar el potencial estructural de crecimiento de nuestras economías.
- Por último, a pesar de la recuperación en los precios de las compañías más castigadas por el parón económico, la pandemia está promoviendo cambios de relevancia en la estructura de los mercados, de los sectores y también en el comportamiento de los consumidores. Estos cambios llevarán algo más de tiempo en constatarse, pero llegarán y afectarán a la viabilidad de determinadas industrias y servicios.

Sin duda nuestros expertos aportaran una adecuada valoración de los riesgos y las oportunidades que se incorporan en los mercados financieros a partir de la nueva fase de la crisis en la que entramos.

Por último, en relación con la gestión de su patrimonio financiero, en momentos de bruscos movimientos y de persistentes incertidumbres como el actual, les puedo asegurar que el asesoramiento profesional deviene más valioso si cabe. Ello es así tanto si usted es de los que no quiere tomar decisiones apresuradas como si es de los que ve oportunidades de compra y pretende aprovechar el descuento que pueden proporcionar aún los precios actuales. Nuestros equipos siguen a su entera disposición para ayudarle a ponderar bien sus decisiones. Son en momentos como el actual donde éstas tienen precisamente un gran impacto en el patrimonio a largo plazo. Para tomarlas adecuadamente es determinante entender bien la situación personal propia y el contexto económico y financiero.

Todos en la compañía deseamos que usted y los suyos se encuentren bien. Estamos esperanzados mientras empezamos a retomar, con todas las cautelas debidas, la nueva normalidad, que ya empezamos a entender y a practicar de verdad. Con todo, cuidar de las personas va a seguir siendo nuestra guía y nuestra primera prioridad.

Muy cordialmente,



Enrique García Palacio
CEO del Grupo GVC Gaesco

Equipo de Gestión de I.I.C. y Fondos de Pensiones



FIN DE LA PRIMERA OLA DE LA COVID19 Y LA GESTIÓN DE INVERSIONES DE NUESTROS FONDOS DE INVERSIÓN, SICAVS Y FONDOS DE PENSIONES

Jaume Puig es CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión S.G.I.I.C. y de GVC Gaesco Pensiones S.G.F.P.

Es esta ya la cuarta nota sobre la Covid-19 y su impacto en los mercados y en la gestión de nuestros fondos de inversión y de pensiones. Al margen, por supuesto, de otras muchas contribuciones tanto en formato escrito como en formato vídeo efectuadas para numerosos medios de comunicación durante este período. Todas estas comunicaciones han ido en una misma dirección: **Una previsión de recuperación de los mercados bursátiles en forma de V.**

A. Los argumentos para la recuperación en V... desde el momento cero

Creo que una de esas comunicaciones en concreto resume buena parte de lo acaecido. Era el pasado 22 de marzo, llevábamos una semana escasa de confinamiento; los mercados bursátiles estaban justo alcanzando los niveles mínimos del año tras tres semanas de descensos durísimos; abundaban los signos de capitulación de inversores; un elevado grado de pesimismo social se extendía como una gota de aceite; y los medios de comunicación no hablaban de otra cosa que de la expansión de la enfermedad en el mundo occidental.

Ese día la situación bursátil era la siguiente:

En Europa, El índice Eurostoxx-50,



Y en EEUU, el índice S&P 500,



Pues bien, ese mismo día mi artículo de La Vanguardia se tituló **“Espero una V”**. Dado que era una opinión totalmente contraria al consenso mayoritario del momento (dispongo de unas muy buenas anécdotas al respecto) y al catastrofismo social imperante en aquel momento, supongo que alguien pensaría que se trataba de un mero voluntarismo, en el mejor de los casos, o de algún tipo de opinión interesada, en el peor de los mismos. Por su puesto que ni una cosa ni otra: se trataba únicamente de aplicar la racionalidad en un momento en el que poca gente suele serlo. Si algo producen los descensos súbitos de las cotizaciones, como he podido comprobar una y otra vez de forma reiterada, es la anulación de la capacidad de raciocinio y una regresión a los instintos más primarios. Haber vivido muchas de estas situaciones es sin duda una ventaja para cualquier inversor. El racional de aquel momento, que sigue intacto a día de hoy, no era ni siquiera sofisticado, pero sí pretendía ser lógico. Como consta, se basaba en los siguientes puntos clave:

- i.** La clave era la duración del confinamiento.
- ii.** No se trataba de una crisis de generación espontánea, sino de un parón provocado, lo que favorecía una recuperación rápida.
- iii.** Las noticias que recibíamos de China nos indicaban una recuperación económica más rápida de lo previsto cuando estaban confinados.
- iv.** El ciclo de vida y expansión del virus era corta.
- v.** Los descensos de las cotizaciones eran muy superiores al efecto real de la Covid-19 en el valor de las empresas.

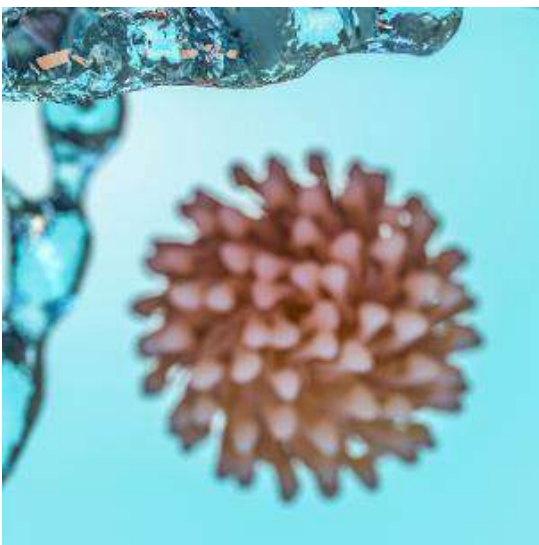
Respecto al **punto (i)**, decir en aquel momento que el impacto sobre la economía sería proporcional a la duración del confinamiento no debería sorprender a nadie, y creo que **el nivel de consenso sobre este punto debería ser elevado**.

En lo referente al **punto (ii)**, explicar la diferencia entre una crisis de generación espontánea, esto es endógena, surgida del propio sistema económico, fruto de un desequilibrio previo que necesita de una corrección; y un parón provocado por un factor exógeno a la economía, externo, como pueda ser esta crisis sanitaria, debería ser igualmente entendible. Sin un desequilibrio previo que corregir la recuperación es mucho más rápida, dado que sólo se necesita que el factor exógeno desaparezca. En cualquier crisis de naturaleza económica, como las habituales, ello no es así, y debe primero corregirse el desequilibrio (burbuja inmobiliaria en 2009 o burbuja tecnológica en 2000, por ejemplo), lo cual necesita de tiempo.

Expliqué, con un ejemplo futbolístico, la diferencia entre ambas situaciones: la noticia de que la asistencia de espectadores en los campos de fútbol había sido del -100% durante el mes de abril del 2020, tiene una lectura muy distinta en función de si se hubiera producido porqué el fútbol hubiera dejado de interesar a los aficionados, o de si sucedió dado que los campos de fútbol estaban cerrados por imperativo legal. La diferencia estaba en el momento de la recuperación, en el primer caso los estadios seguirían vacíos después, y en el segundo caso se volverían a llenar de aficionados. **Una misma cifra y dos significados antagónicos. ¿Cómo puede un mismo número ser valorado con independencia de su causa? ¿Cómo dar a la cifra del descenso del PIB previsto para el año 2020 la misma significancia que si la causa hubiera sido endógena?**

Los **puntos (iii) y (iv)** se basaban en un hecho muy simple: Asia, en especial China, nos llevaba dos meses de ventaja. Nuestro mes de abril, el de máximo confinamiento en Occidente, se corresponde con su mes de febrero, el de su confinamiento mayor. Ello nos permitía aprender de su experiencia.

De ellos aprendimos que el ciclo de vida del virus era corto, como así ha sido en Occidente también, y que la recuperación económica era más rápida de lo se preveía en pleno confinamiento. Obtuvimos mucha información de esa zona del mundo en aquel momento, como ya comentamos con ejemplos muy diversos. Por ello no nos sorprendió que unas pocas semanas más tarde el Fondo Monetario Internacional tuviera que rectificar al alza las previsiones del crecimiento económico chino que había efectuado en pleno confinamiento, como tampoco nos ha sorprendido ahora que en el mes de mayo 2020 se hayan vendido más coches en China que en el mes de mayo 2019 (un 1,9% más), o que



las ventas de lujo de mayo superen igualmente a las de un año antes, o que la recuperación sea visible no ya únicamente en los restaurantes de gama baja, como al principio, sino incluso en los de gama alta, o que los tratamientos oculares en laser de mayo 2020 superen igualmente a los de mayo 2019, etc.

“ **En la Gestora, hasta día de hoy y en lo que llevamos de año 2020 nos hemos reunido con 84 empresas de todo el mundo de sectores muy diversos. La información de primera mano que nos suministran ha vuelto a ser capital para nosotros, una vez más, aunque esta vez las reuniones hayan sido, por razones obvias, mayoritariamente por videoconferencia.**

En lo referente al **punto (v)**, lo he desarrollado en muchos escritos, ya que es un tema puro de valoración financiera, pero al final de lo que se trata es que el efecto del coronavirus sobre las bolsas se asemeja mucho al del diferimiento de una renta, es decir al considerar al año 2020 como un año perdido, a efectos de generación de caja libre excedente, y al año 2021 y siguientes como unos años muy normales. Ello nos lleva a considerar que el descenso que se puede justificar por la Covid-19 se asemeja mucho a la tasa de descuento o WACC. En cualquier caso, ello justificaría descensos bursátiles de un solo dígito, mientras que en aquellos momentos los descensos bursátiles eran muy superiores y por lo tanto injustificados.

B. ¿Ha ocurrido la V?

Esta parte es relativamente sencilla. No ha transcurrido ni tres meses desde entonces y los números son obvios:

- i. El **índice S&P 500**, que alcanzó unos mínimos de cierre el día 23/3/20 de 2.237, y unos mínimos intradiarios de 2.189, cerró el pasado 5 de junio a 3.193. Ello supone un **42,7%** por encima de los mínimos de cierre del año.
- ii. El **índice Eurostoxx 50**, que alcanzó unos mínimos de cierre el día 18/3/20 de 2.385, y unos mínimos intradiarios de 2.300, cerró el pasado 5 de junio a 3.384. Ello supone un **41,9%** por encima de los mínimos de cierre del año.
- iii. El **índice Nikkei 225**, que alcanzó unos mínimos de cierre el día 19/3/20 de 16.552, y unos mínimos intradiarios de 16.340, cerró el pasado 5 de junio a 22.863. Ello supone un **38,1%** por encima de los mínimos de cierre del año.
- iv. El **índice Ibex35**, que alcanzó unos mínimos de cierre el día 16/3/20 de 6.107, y unos mínimos intradiarios de 5.814, cerró el pasado 5 de junio a 7.872. Ello supone un **28,9%** por encima de los mínimos de cierre del año.
- v. ...

La mayoría de las bolsas mundiales están ya registrando descensos de un solo dígito en el año, como correspondería al efecto puro de la Covid-19 aislado, aunque algunas de ellas, especialmente europeas, registran aún descensos de dos dígitos, por lo que necesitan aún de subidas mayores.

Gráficamente, S&P 500,



Eurostoxx-50,



Nikkei-225,



C. ¿Hemos aprovechado la recuperación en V en las IICs que gestionamos?

Hemos reiterado en cada uno de nuestros escritos durante la Covid 19 que nuestra estrategia se basaba en acumular toda la renta variable que pudiéramos durante el período de descenso, tanto la de aquellas empresas que ya eran baratas antes, y que lo eran entonces en mayor medida, como el de aquellas empresas que eran caras, antes del descenso, y que se habían puesto a precio.

Pues bien, eso es lo que hemos hecho, y nos ha permitido obtener las siguientes rentabilidades durante el período de recuperación:

Fondos GVC Gaesco	Rentabilidad de 18/3/20 a 5/6/20
GVC Gaesco Multinacional, FI	+65,4%
GVC Gaesco Europa, FI	+57,6%
GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI	+51,2%
GVC Gaesco Fondo de Fondos, FI	+40,5%
GVC Gaesco Small Caps, FI	+34,3%
GVC Gaesco Japón, FI	+33,8%
GVC Gaesco Bolsalíder, FI	+33,7%
GVC Gaesco TFT, FI	+31,3%
GVC Gaesco Oport. Empr. Inmobiliarias, FI	+26,9%
GVC Gaesco Retorno Absoluto, FI	+25,5%

Este cuadro incluye los 10 fondos de la marca GVC Gaesco que han tenido una mayor subida desde los mínimos del día 18/3/20, por orden.

|| Pese a la subida, todos estos fondos, menos GVC Gaesco TFT, FI, siguen teniendo una rentabilidad negativa en el año. GVC Gaesco TFT, FI, fue el primer fondo GVC Gaesco a obtener una rentabilidad positiva en el año 2020, post-Covid, y esperamos que el resto de fondos le sigan.

A la pregunta de si estamos aprovechando bien la recuperación, entiendo que la respuesta es pues positiva.

D. El fenómeno de la redistribución inversa de la riqueza.

En pleno descenso de los mercados una obsesión personal ha sido la de denunciar que los movimientos abruptos de los mercados suelen generar un fenómeno de redistribución inversa de la riqueza de una forma recurrente en el tiempo. Me he referido a ello en numerosas ocasiones, en programas de radio (10 y 13 de marzo), de televisión (10 de marzo), y en numerosos escritos durante todas estas semanas. Considero que esta cuestión tiene una importancia capital.

En las fuertes caídas periódicas de los mercados bursátiles se vive una situación recurrente, por la cual, una vez los mercados bursátiles han recuperado los niveles previos al descenso, se produce una recuperación del valor previo, pero éste ... ¡¡¡ha cambiado de manos!!!

“ **En otras palabras, la riqueza se distribuye desde los inversores con una mayor afectación personal a la volatilidad de los mercados hacia los que disponen en cambio de un mayor temple para soportarla.**

La volatilidad de los mercados no gusta a nadie, y sufrirla sea, muy probablemente, la parte más dificultosa de la vida de todo inversor. Ocurre, sin embargo, que es imprescindible. La volatilidad es el precio que hay que pagar para obtener una mayor rentabilidad, en lo que es una de las leyes financieras más antiguas y universales que existen. Quien no esté en disposición de pagar ese precio, que más que monetario es de desgaste personal, debe utilizar

aquellas otras opciones inversoras de menor volatilidad. Afortunadamente en la Gestora disponemos desde las opciones de inversión más conservadoras a las más arriesgadas, cubriendo todo el espectro que cualquier inversor pueda necesitar.

La obsesión es la siguiente: Debemos asegurar que, una vez recuperados los niveles de los mercados bursátiles, nuestros inversores tengan, como mínimo, el mismo número de participaciones (o de acciones), que tenían antes del inicio del descenso, y a ser posible más, esto es, que se hayan aprovechado del descenso comprando más, o como mínimo no vendiendo y no sucumbiendo a la presión del momento. En definitiva, se trata de convertir la amenaza de la volatilidad en una oportunidad. Comprar más en los peores momentos se puede hacer con aportaciones periódicas sistemáticas, que es un método estructurado de inversión especialmente favorable en momentos así, o bien, por supuesto, realizando nuevas aportaciones, para lo cual se necesita una maestría superior.

He visto demasiadas veces cómo grandes inversores actúan de forma muy selectiva, casi como un inversor de último recurso, efectuando compras importantes en los momentos de debilidad, y los ingentes beneficios que ello les ha reportado, como para no dejar de desearlo para nuestros inversores. En esta misma ocasión he explicado diferentes ejemplos, que no vale la pena reiterar.

Afortunadamente el comportamiento de nuestros inversores en este descenso bursátil ha sido ejemplar, una vez más.

E. ¿Y ahora qué?

i. Disponemos de unos meses por delante de previsible normalidad

Ni la publicación de los malos resultados empresariales del segundo trimestre del año ni los malos datos del crecimiento del PIB que se van a publicar a partir de la segunda quincena de julio deberían afectar a los mercados, como tampoco lo hicieron los datos del primer trimestre del año. Ambos son por una parte ya conocidos, y por otra parte son fruto directo del confinamiento. El segundo trimestre del año 2020 será el peor a nivel empresarial y macroeconómico. Las noticias no son las cifras durante el confinamiento, sino el final del mismo.

Se conocía ya que el virus se transmitía más en climas fríos y secos, y ahora, en consecuencia, el virus es más activo en el hemisferio sur. Afortunadamente, pese a ser prácticamente la mitad del volumen de la Tierra, en él vive sólo el 12% de la población mundial. Parece pues que disponemos de una especie de

moratoria temporal en los principales centros económicos y sociales mundiales.

ii. La hora de la verdad será si se produce o no una segunda oleada de confinamientos masivos

Hemos reiterado desde el inicio de todas las comunicaciones que la clave estaba en la duración de la enfermedad. Por lo vivido hasta ahora, una enfermedad que dura poco más de dos meses y que ha generado un confinamiento de unos tres meses, no tiene capacidad de infringir daños permanentes en la economía. Se trata de una duración demasiado corta para ello.

Otra cosa sería si o bien el confinamiento hubiera tenido una duración muy superior, o bien si el confinamiento se fuera reiterando en el tiempo de forma intermitente. La hora de la verdad pues será en los próximos meses de octubre o noviembre, cuando el virus tenga una probabilidad mayor de volver.



iii. Nuestra posición: Haya o no una segunda ola del virus, difícilmente habrá una segunda ola de confinamientos generalizados.

No hay que esperar que la vacuna esté lista para su distribución masiva en octubre. Si bien existen multitud de estudios persiguiendo la vacuna (más de un centenar a nivel mundial), y que muy probablemente vaya a ser la vacuna más rápida de la historia de la humanidad, vacunar al conjunto de la población exige haber efectuado testeos con un amplio grupo humano para establecer todas las contraindicaciones posibles. La urgencia no puede hacer correr el riesgo de vacunar masivamente a la población con una vacuna que no sea correcta. Probablemente pues en octubre tengamos muchas noticias sobre el avance de las vacunas, aunque no la vacuna en sí. **¿Supone ello que en el caso de que hubiera una segunda oleada del virus, cosa que no sabemos, automáticamente se confinaría de nuevo a la población? No, por los siguientes motivos,**

1. Se dispone ya de la experiencia de que en aquellos países en los que este mismo virus ya ha pasado, pero en los cuales los sistemas sanitarios estaban bien preparados, las consecuencias del mismo han sido muy minimizadas. Hay múltiples ejemplos, desde Corea del Sur (que padeció hace unos años otro coronavirus, el SARS, y aprendió mucho de cómo tratarlo, en especial en lo que a la realización de Tests se refiere), a Alemania, Austria, etc. etc. En otras palabras, cabe esperar que los sistemas sanitarios estén esta vez preparados, con tests disponibles, unidades de UCI, respiradores, equipos de protección, etc. No hace falta extrapolar que si están

preparados las consecuencias serían muy inferiores a las vividas, sencillamente hay que observar lo que ya ha ocurrido con este mismo virus en muchos países.

2. Ya se han descubierto tratamientos eficaces a la enfermedad, que se desconocían al inicio de la misma. Desde el Remdesivir de Gilead, al Acalabrutinib de AstraZeneca, a los anticoagulantes, y a los muchos que están en curso y que podrían estar listos en unos meses. Igualmente se conocen la importancia de mantener distancia social mientras no se disponga de la vacuna, o del uso de las mascarillas en lugares con mucha gente, o la utilidad del seguimiento telemático de la cadena de contagios, etc.

3. Se están analizando de forma acelerada los parámetros de la pandemia, ello está permitiendo conocer datos relevantes como que la tasa de mortalidad sobre el conjunto de la población probablemente sea muy inferior (de 0,5% a 1%) a la prevista (3,5%) por la Organización Mundial de la Salud al inicio del confinamiento. La importancia de los colectivos de riesgo, que suponen un 95% de los fallecidos, según estudios efectuados tanto en Italia como en Inglaterra. El acortamiento de los días necesarios en cualquier cuarentena individual dado que los días en que se puede infectar son probablemente inferiores a los previstos inicialmente, etc..

4. Las consideraciones económicas ganarían peso, en un supuesto nuevo confinamiento, respeto al primero. Sencillamente porque el impacto económico de un segundo confinamiento sería proporcionalmente muy superior al del primero.

v. Las mayores oportunidades de inversión se concentran en aquellos sectores que han sido más castigados.

Respecto al dilema de si adquirir aquellos sectores de actividad que han tenido un mejor comportamiento bursátil (salud, tecnología, utilities, químico, o distribución) o aquellos más castigados bursátilmente (turismo, bancario, petróleo, automovilístico o asegurador), entendemos que el posicionamiento es claro: Focalizamos la inversión donde están las oportunidades, y en estos últimos sectores se concentran las mayores.

“**Han sido los sectores más castigados por la amenaza de la covid-19 los que más han subido en la actual fase de recuperación en la que aún nos encontramos, y esperamos que sean igualmente estos los que lideren la segunda fase de subida que esperamos para final de año.**”

El hecho de que la mayoría de nuevas salidas a bolsa (IPOs) que se han producido en EEUU durante este período, pertenezcan a sectores como la Salud, deberían hacer reflexionar a más de un inversor. Quien conozca el modus operandi de la Banca de Inversión internacional me comprenderá perfectamente...

“En definitiva, y pese a la imponente subida desde los mínimos del año, la oportunidad de inversión sigue aún vigente”



Equipo de Análisis y Research



LA ECONOMÍA VS. LOS MERCADOS: A DOS VELOCIDADES

Marisa Mazo, Subdirectora de Análisis y Research de GVC Gaesco Valores

El inicio del desconfinamiento en el mundo occidental ha motivado una recuperación en "V" de los mercados financieros. Sin embargo, las estimaciones económicas, continuamente revisadas a la baja, prevén una recuperación mucho más lenta: "la recuperación Nike". Y, todo ello, sin olvidar que la pandemia sigue expandiéndose a nivel mundial. ¿Se mantendrán estas dos velocidades? Podría ser, dependiendo de las ingentes inyecciones de liquidez de los bancos centrales.

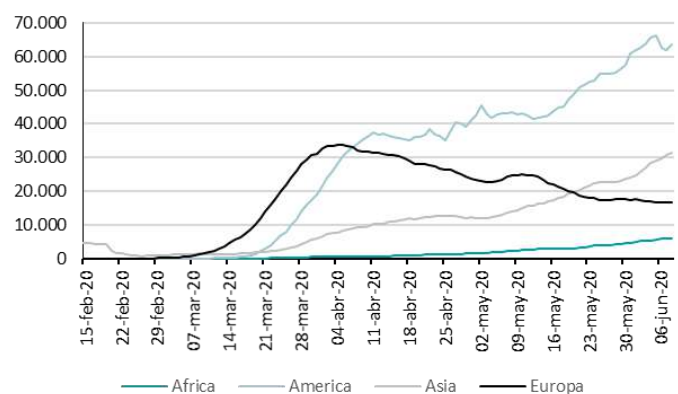
La pandemia: ahora cebada en los países emergentes.

La evolución de los datos de contagios y el éxito de las medidas de confinamiento y distancia social para contener la curva de contagios en Europa, nos pueden dar la falsa impresión de la que pandemia está controlada en todo el mundo. La realidad es distinta: los datos diarios de contagios se encuentran en máximos (unos 110.000 diarios vs. 80.000 en abril). Sin embargo, el cambio se ha producido en los países más afectados. Si en nuestro último informe (20 de abril), Europa excluida Rusia suponía el 28% de los contagios a nivel mundial, América el 47% (Estados Unidos un 31%) y Asia el 15%, en la actualidad Europa

excluido Rusia representa tan solo el 7%, América un 54% (Estados Unidos un 19%) y Asia un 27%.

Si en Europa occidental observábamos un patrón de comportamiento similar en todos los países, según el cual pasados dos semanas desde el inicio de los confinamientos se empezaba a observar una ralentización en el número de contagios y pasados veinte días comenzaba a descender el número de fallecimientos, en el resto del mundo seguimos observando cifras crecientes de contagios, bien por unas medidas más laxas, bien por la mayor dificultad de mantener la distancia social o por unos servicios médicos más deficientes.

Gráfico 1. Número de contagios diarios (media de los últimos siete días)



Fuente: European Centre for Disease Prevention and Control y GVC Gaesco

Las previsiones macroeconómicas revisadas a la baja...

Tanto el Banco Mundial, como el Banco Central Europeo y el Banco de España han presentado unas nuevas estimaciones económicas peores de las avanzadas en meses anteriores. Así, el Banco Mundial prevé una caída en 2020 del -5,2% para el PIB mundial frente al -3,0% previsto por el FMI en abril. El BCE ha revisado a la baja sus expectativas para la Eurozona hasta el -8,7% en 2020 frente al +0,8% que preveía en marzo. Finalmente, el Banco de España publicó unas nuevas previsiones según las cuales el PIB en España descenderá en 2020 entre el -9,0% y el -15,1% frente al rango -6,6%/-13,4% que publicó en abril.

Como se puede observar en el cuadro que incluimos a continuación, las mayores diferencias en las estimaciones del Banco Mundial y el FMI se centran en los países emergentes, y especialmente en Brasil y la India. Estos dos países están ahora experimentando el impacto del Covid-19, con dos enfoques distintos, siendo el brasileño mucho más laxo que el indio el FMI ya avisó que el punto débil de sus estimaciones eran los países emergentes.

Gráfico 2. PIB: estimaciones

	Banco mundial			FMI (abril 2020)			Diferencia	
	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2020e	2021e
Mundo	2.4	-5.2	4.2	2.9	-3.0	5.8	-2.2	-1.6
Economías avanzadas	1.6	-7.0	3.9	1.7	-6.1	4.5	-0.9	-0.6
Estados Unidos	2.3	-6.1	4.0	2.3	-5.9	4.7	-0.2	-0.7
Eurozona	1.2	-9.1	4.5	1.2	-7.5	4.7	-1.6	-0.2
Japón	0.7	-6.1	2.5	0.7	-5.2	3.0	-0.9	-0.5
Economías emergentes	3.5	-2.5	4.6	3.7	-1.0	6.6	-1.5	-2.0
China	6.1	1.0	6.9	6.1	1.2	8.5	-0.2	-1.6
India	4.2	-3.2	3.1	4.2	1.9	9.2	-5.1	-6.1
Brasil	1.1	-8.0	2.2	1.1	-5.3	2.9	-2.7	-0.7
México	-0.3	-7.5	3.0	-0.1	-6.6	3.0	-0.9	0.0

Fuente: World Bank Junio 2020, FMI Abril 2020 y GVC Gaesco

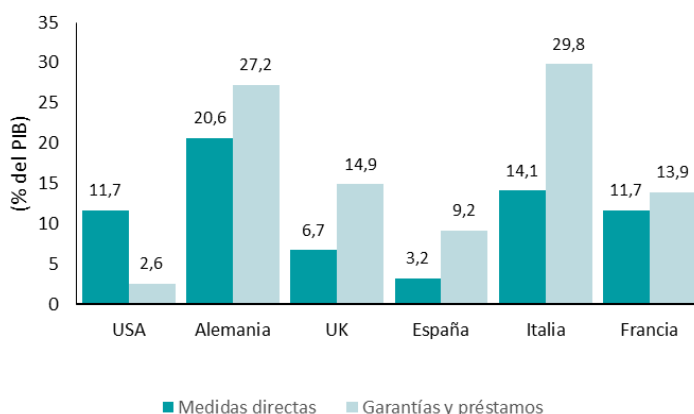


...y las ayudas de gobiernos y bancos centrales al alza.

Desde nuestro último informe, tanto gobiernos como bancos centrales han seguido anunciado medidas para ayudar a la recuperación económica.

Desde el punto de vista fiscal, Alemania es el país que mayor impulso va a inyectar en su economía, tras el anuncio del paquete de 130.000mn€ a principios de junio, con un total equivalente al 57,8% de su PIB de 2019 entre medidas directas (mayor gasto o menor ingreso) y garantías. Alemania, con superávit fiscal desde hace años y una deuda pública contenida, puede soportar este esfuerzo sin sacrificar excesivamente su solvencia. España, por el contrario, se encuentra a la cola entre los grandes países europeos: un 12,4% del PIB en ayudas, de las cuales un 9,2% corresponden a avales (100.000mn€). Sin cumplir en el ejercicio 2019 el objetivo de déficit impuesto por la Unión Europea y con una deuda pública sobre PIB del 95% a finales de 2019, la situación de las finanzas públicas españolas no es lo suficientemente boyante para acometer planes muy ambiciosos.

Gráfico 3. Medidas fiscales aprobadas como porcentaje del PIB 2019



Fuente: Bruegel y GVC Gaesco

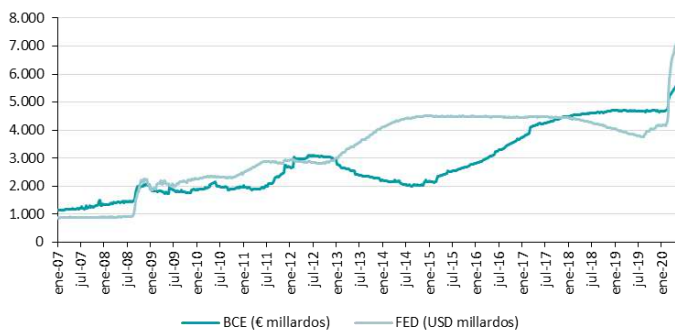
La Unión Europea ha aprobado por el momento un plan de 540.000mn€ de los que 240.000mn€ irán destinados a los sistemas de salud, 200.000mn€ son garantías del BEI y 100.000mn€ estarán destinados a trabajadores que han perdido sus empleos.

El pasado 27 de mayo, la Comisión Europea presentó un ambicioso plan denominado "Next generation EU" por un importe global de 750.000mn€ que presenta novedades relevantes:

- Primero, la UE no solo facilitará créditos a los estados miembros, sino que también otorgará subvenciones por un importe de 310.000mn€.
- Segundo, la clave de reparto no será el peso de cada una de las economías en el conjunto de la Unión, que es la clave tradicionalmente utilizada, sino que se explicita que, aún estando dirigido a todos los estados miembros, se favorecerá a aquellos más golpeados por la crisis.
- Finalmente, la financiación del programa se realizará mediante la emisión de obligaciones en los mercados financieros en nombre de la Unión Europea. Queda pendiente la aprobación final del mismo, que se espera se produzca en breve, aunque habrá que negociar con países como Austria y Holanda, opuestos frontalmente a las subvenciones a los países del Sur. Junio va a ser clave en esta negociación.

Tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo han seguido expandiendo sus balances en apoyo de la economía. Así, el balance de la FED se ha incrementado un 72%, hasta 7.165mmUSD. Del aumento de 3.000mmUSD, unos 1.800mmUSD corresponden a compras de deuda pública. El aumento del balance del BCE ha sido más modesto: +20%, unos 1.000mm€, hasta los 5.655mm€

Gráfico 4. FED y BCE: evolución del balance



Fuente: Fed, BCE y GVC Gaesco

La Fed puso en marcha en mayo el programa de compra de bonos corporativos (Secondary Market Corporate Credit Facility), incluyendo aquí la adquisición de ETFs, que anuncio en marzo. Hasta finales de mayo, se habían invertido unos 1.300mnUS en la compra de ETFs. Además, acaba de ampliar su programa de soporte a las empresas, reduciendo el tamaño mínimo del crédito a 250.000USD (desde 500.000USD).

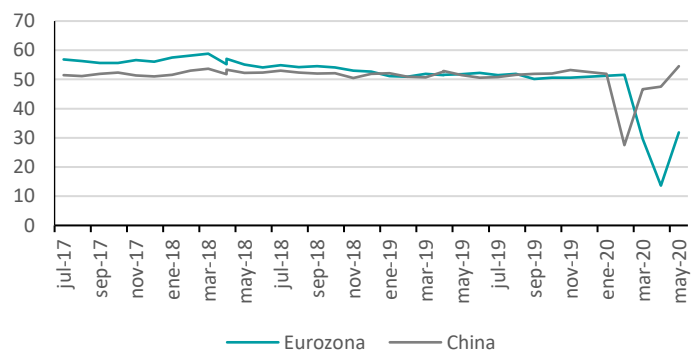
El Banco Central Europeo ha seguido aumentando sus amplias medidas para sostener la economía de la Eurozona. También sigue insistiendo en la

necesidad de la actuación concertada de la Unión Europea, aunque su éxito en este punto es moderado. Tras el lanzamiento del Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) el pasado mes de marzo, por un importe inicial de 750.000mn€mn, este se amplió en 600.000mn€ hasta un total de 1.350.000mn€ en la última reunión del BCE. Adicionalmente, las líneas de liquidez a los bancos a través de los TLRTOs III se han ampliado y la retribución se ha incrementado hasta un máximo del 1%, desde el máximo del 0,75% inicial.

Los indicadores adelantados anticipan que lo peor ha pasado.

Tanto los indicadores de confianza como los escasos datos reales que tenemos de mayo indican que lo peor de la crisis en la Eurozona ha pasado ya. Sin embargo, la recuperación parece que va a ser más lenta que en China, donde los PMIs dibujaron una "V" rápidamente mientras que en Eurozona se podrían asemejar más a la "recuperación Nike", aunque eso lo comprobaremos con el dato de junio.

Gráfico 5. PMI compuesto: Eurozona vs. China



Fuente: Factset y GVC Gaesco

“ Nuestras conclusiones son similares a las de nuestro informe del pasado mes de abril. El mundo sufrirá en 2020 la mayor recesión desde la Gran Depresión de los años 30 del pasado siglo, superando la caída experimentada durante la Gran Recesión. El dato positivo sigue siendo la movilización de recursos por parte de autoridades fiscales y monetarias que es también la más rápida y la más grande nunca vista.

Dos meses después, estamos todavía esperando la aprobación del programa “New Generation EU” presentado por la Comisión el 27 de mayo. La aprobación de este plan supondría un cambio cualitativo en la Unión Europea, tanto por el importe total del programa (750.000m€), como por la existencia de subvenciones (310.000m€) como por la forma de financiar este programa: a través de bonos emitidos por la Unión Europea. Suponemos que, para su aprobación, los países más reticentes como Holanda o Austria exigirán ciertas medidas estructurales a los países más beneficiados por las subvenciones (a priori, Italia y España). Atentos al 11 de junio (reunión del Eurogrupo).



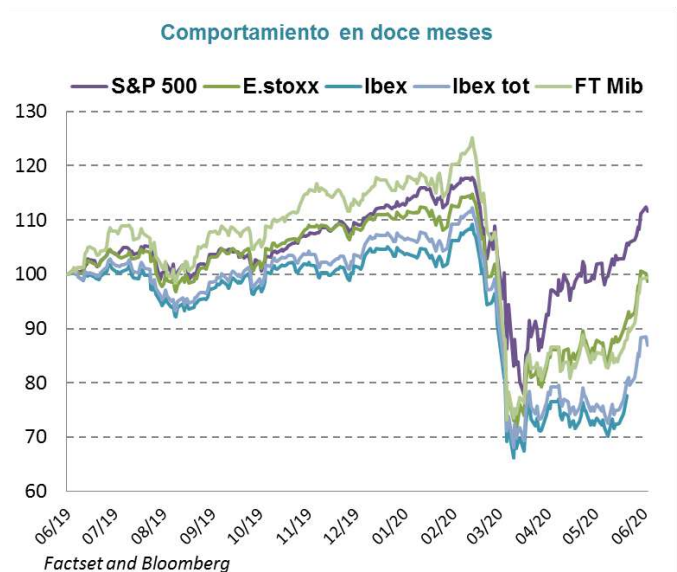


AHORA TOCA NADAR Y GUARDAR LA ROPA

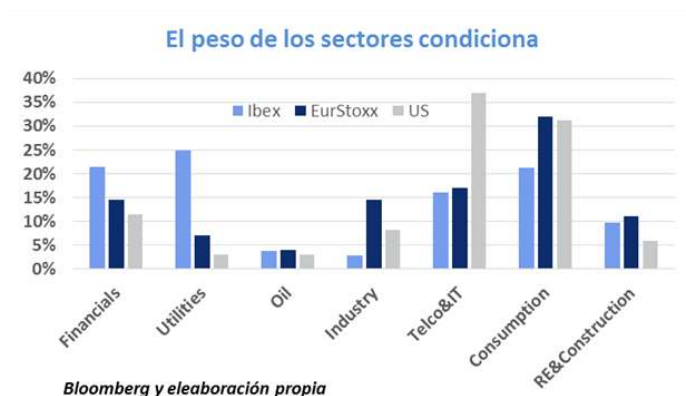
Víctor Peiro, Director de Análisis y Research de GVC Gaesco Valores

El pasado febrero, estábamos nadando plácidamente en las aguas de los máximos bursátiles, cuando alguien llamado COVID16, nos robó la ropa. Las economías mundiales han reducido de forma forzada su actividad durante unos dos meses casi en un 80%. Según los analistas de GVC Gaesco, este parón de la economía, aderezado con las fuertes pérdidas de las dividas de LATAM, ha tenido un coste del 24% en la valoración del Ibex (la hemos reducido desde 11.100 antes de la crisis a 8.400 puntos en la actualidad, con la mayoría de los valores ya revisados). A priori parece mucho, pero solo el tiempo dirá si hemos sido demasiado conservadores. Por ahora, el mercado nos da la razón porque desde máximos el Ibex ha caído un 22%. Si en el momento de máximos en febrero, nuestro potencial era sólo del 10%, ahora es similar.

“ **Por ello siendo coherentes, pensamos que es hora de ser muy selectivos en la bolsa española y en general en todos los mercados. Se trata de tomar beneficios en los valores en que no tengamos mucha visibilidad para esperarlos a precios inferiores.** ”



Lo cierto es que por el momento, los mercados americanos han recuperado en V, los europeos entre una V y una U, y el Ibex con una forma de U rezagada. La razón más importante está en el peso de los sectores al inicio de la crisis, aunque ahora con la caída de los bancos el Ibex empieza a estar más equilibrado, aunque aún está escaso de consumo, industria y tecnología.



¿Es injustificada la subida de los gigantes de internet?

Como es lógico, los mercados anticipan las recuperaciones económicas y en este caso, pensamos que ya se ha descontado la mejor de las recuperaciones. En comparación con los máximos alcanzados a mediados de febrero, el Ibex necesitaría un 30% para recuperarlos (algo que no vemos a corto plazo), el Eurostoxx necesitaría un 16% mientras que el S&P500 está solo a un 5% y el Nasdaq ya lo ha superado, ayudado como siempre por el hecho de que las grandes empresas globales de internet, salen reforzadas por la crisis. Los consumidores bloqueados en sus casas, han disparado el consumo on-line y su canalización frente al comercio tradicional, es muy probable que continúe. Algunas asociaciones empresariales, temen que el 30% de los bares y comercios tradicionales de textil y otros objetos de consumo, cierren definitivamente cuando se acaben los periodos de ERTE. Incluso la restauración "en domicilio" servida por Internet, puede entrar en casas donde antes era impensable.

Por ello puede que esas diferencias entre índices estén justificadas. Si antes se diferenciaba en EEUU entre "Main Street" y "Wall Street", el "e-World" puede ser el jugador al que te tengas que unir si quieres sobrevivir. Sin embargo, me sigue pareciendo que, con una visión táctica, el mercado ha podido correr demasiado: ¿podrá la mayor recesión de la historia ser ninguneada con una caída en el mercado con una de las duraciones más cortas? Ojalá, pero lo cierto es que ese camino

de rosas que apuntan algunos índices, no va a ser tal en la economía ni para muchas empresas. Hay que justificar los altos multiplicadores que se están pagando.



Mirando el gráfico anterior de Factset, donde se ve como el P/E a 12 meses vista, tanto del S&P 500 como del EuroStoxx, han pasado desde niveles similares a los de la crisis financiera de 2008 a superar los alcanzados en la burbuja tecnológica de 2000, da la impresión de que la discrepancia entre cotizaciones y beneficios es de las más amplias de la historia. Es cierto que si miramos el PER de 2021, los niveles se moderan, aunque siguen por encima de las medias de largo plazo.



Más que bazuca...cañonazo en toda regla.

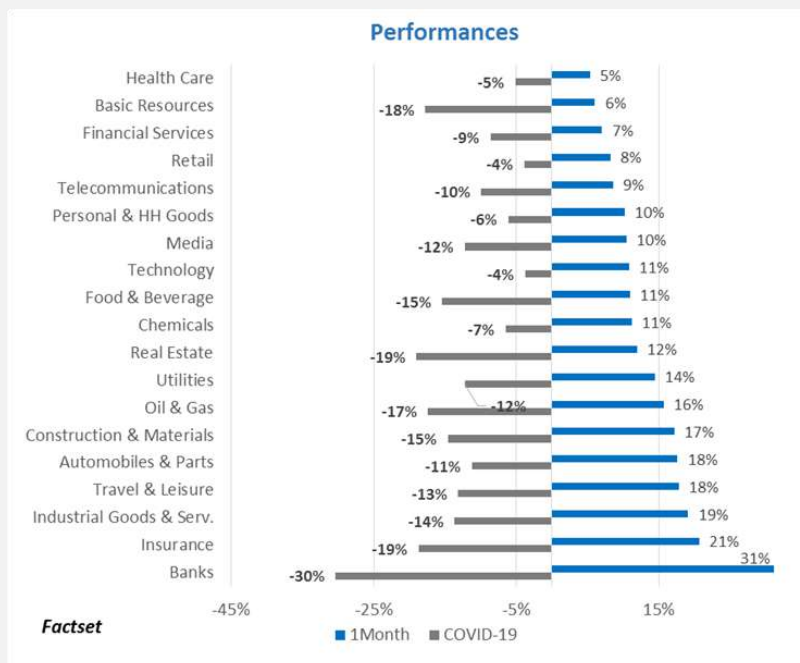
En el otro lado de la balanza, tenemos los mayores y más rápidos estímulos fiscales y monetarios que hemos visto nunca, como nos ha desarrollado Marisa. El "cañonazo" del BCE duplicando su programa de compras ligado al COVID, el anuncio del programa de reconstrucción propuesto por la CE (no olvidemos que se negociará durante junio) y la mejora en la curva de contagios a nivel mundial, han hecho que los inversores se olviden de que estamos en la peor recesión mundial de la historia en términos de caída de PIB.

También está claro que hay negocios que cerraron y que al abrir, contratarán a sus

empleados de nuevo, como se vio en el último dato de empleo en EEUU. Sin embargo, también hay una serie de tensiones sociales y decadencia política casi generalizada, justo en un momento en que los ahorradores están prestando crecientes cantidades de deuda pública a los estados. Yo soy de lo que quitan hierro a los niveles de deuda pública elevados, si es por razones temporales. Una deuda del 100% equivale a una Deuda Neta/Ebitda de 1x, que se considera aceptable en casi todos los sectores.

¿Por qué somos cautos a corto plazo ante las fuertes subidas?

La recuperación que hemos visto en algunos sectores nos cuadra con los fundamentales, pero en otros la verdad es que nos ha sorprendido la valentía de los inversores.

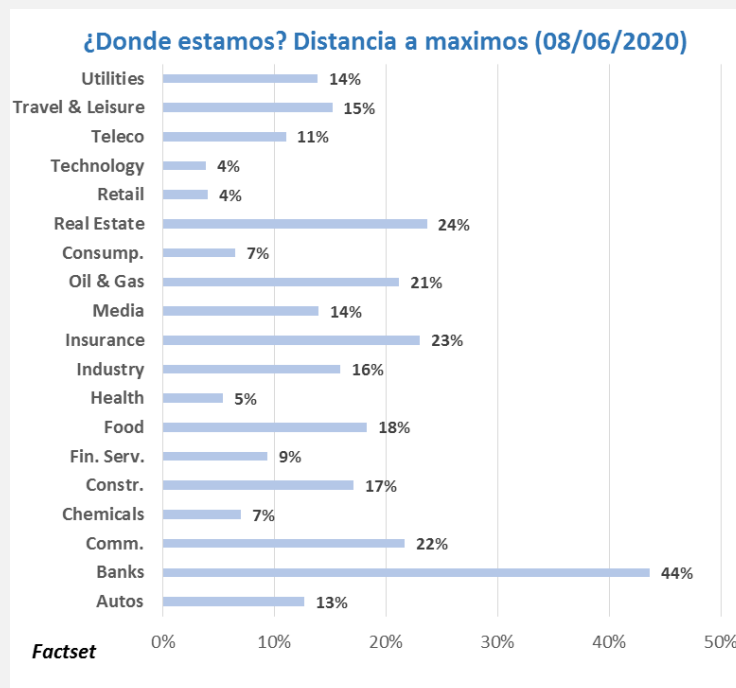


La evolución de la curva de los mercados siempre va a ir adelantada a la curva de la enfermedad y a la curva de la economía, que será la más retrasada. Mientras que la economía sigue una inercia y seguimos pensando que la recuperación será con forma de U o de "nike", la pauta del mercado de renta variable puede ser incluso una W. Ahora estamos en la primera "V" y estamos diciendo que en nuestra opinión, aún estamos en la fase de reconstrucción de la cartera y que hay que incrementar en las caídas y tomar beneficios parciales en las subidas. Parece obvio, pero estamos excluyendo los movimientos "seguidistas" motivados por el miedo a perderse el rally.

Ante esta rápida recuperación hay quien habla de exuberancia irracional pero nosotros lo asociamos más al exceso de liquidez. Parece que hay más relación entre la evolución de los mercados y el balance de los bancos centrales que entre el mercado y los beneficios de las empresas.

Selección de valores, rotación de sectores y disciplina en el timing

Las divergencias que se producen en cortos periodos de tiempo entre el comportamiento de sectores, nos va a seguir proporcionando las mejores oportunidades de aportar "alfa a las carteras". También estamos recomendando aprovechar las discrepancias injustificadas entre valores de un mismo sector, con apuestas de pares de valores o rotación intra-sectorial.



Equipo de Asesoramiento y Gestión



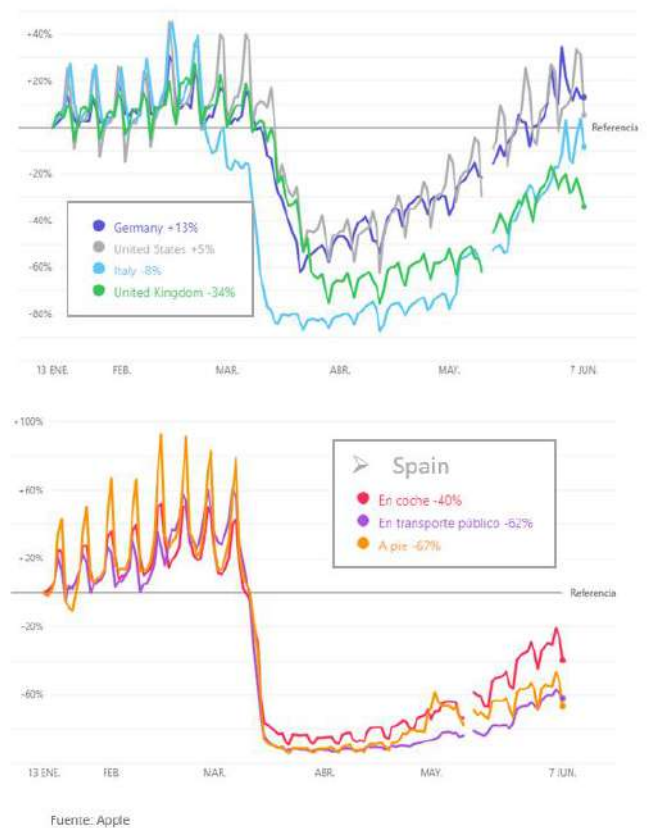
SITUACIÓN ACTUAL Y NOTICIAS POSITIVAS PARA LA RECUPERACIÓN

Gemma Martínez-Delgado, Directora de Asesoramiento y Gestión Discrecional de GVC Gaesco Valores

Una vez asumidos los negativos datos macroeconómicos a nivel global para el año 2020, las últimas cifras del Banco Mundial estiman una caída del 5,2% en 2020 y recuperación del 4,2% en 2021, encaramos las últimas semanas con el foco puesto en ciertos aspectos positivos, lo que ha llevado a algunos índices como el S&P 500 al territorio positivo en su evolución anual.

Superada la fase más crítica del coronavirus en términos sanitarios y la de los confinamientos masivos, lo que ha provocado la recesión económica actual, **empiezan a publicarse datos de actividad que permiten vislumbrar el modelo y ritmo en el proceso de recuperación de la "nueva normalidad" en los diferentes continentes.** La apertura progresiva de las economías a nivel global, está teniendo un impacto positivo en las encuestas de confianza y sentimiento económico, batiendo las expectativas previas. Por otra parte, los indicadores de alta frecuencia, tales como tráfico, reservas, consumo eléctrico, anticipan una recuperación de la actividad igualmente rápida y más optimista.

Una muestra son las tendencias de movilidad durante la pandemia elaboradas por Apple.



Otro aspecto positivo ha sido el Plan de Reconstrucción de la Comisión Europea, el cual goza de cierta credibilidad en su evolución futura.

Por dar alguna pincelada, aunque todavía en estado embrionario y pendiente de aprobación por el Consejo Europeo el próximo 19 de junio, las líneas fundamentales son muy positivas para los países europeos:

- 750.000 millones de €, aproximadamente un 5% del PIB de la UE y tres veces el tamaño de paquetes anteriores.
- Dos terceras partes en transferencias directas a los estados miembros y una parte en préstamos reembolsables.
- Reparto favorable para los países más afectados por la pandemia (Francia, España e Italia como principales beneficiarios).

El fondo, se incluye en la propuesta de presupuesto comunitario para el marco 2021-2027, que Bruselas eleva en su

borrador a los 1,85 billones de euros en total.

En estos días, también hemos conocido la ampliación por parte del Banco Central Europeo del Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP) en 600.000 millones de €, con este importe adicional, ya son 1.350 millones destinados a la compra de bonos de diferente índole, además, se alarga el plazo de duración del programa hasta mediados de 2021 y la reinversión de la totalidad de los vencimientos hasta finales del 2022, lo que refuerza el posicionamiento acomodaticio de la autoridad monetaria europea.

En esta reunión, también se han actualizado las estimaciones de crecimiento e inflación.

En términos de crecimiento, el escenario central para el BCE es recuperar la situación pre-Covid 19 en el año 2022.

Por su parte, considera que la crisis actual es negativa para la inflación en un primer momento, con leves riesgos de repunte ante limitaciones en la oferta o suministros, más que por la falta de demanda.

Escenarios BCE	Adverso		Central		Leve	
	PIB (%Ann)	Inflación (%Ann)	PIB (%Ann)	Inflación (%Ann)	PIB (%Ann)	Inflación (%Ann)
2020	-12,6	0,2	-8,7	0,3	-5,9	0,4
2021	3,3	0,4	5,2	0,8	6,8	1,1
2022	3,8	0,9	3,3	1,3	2,2	1,7

Fuente: BCE y elaboración propia

En esta línea, podemos decir que los Bancos Centrales continúan incrementando sus balances a nivel global, asegurando la liquidez y dando soporte tanto a las emisiones de gobierno, como privadas, superando en esta pandemia los estímulos alcanzados en crisis anteriores.

En este contexto, hemos asistido a una mejora generalizada, con un apetito creciente por activos de mayor beta para los inversores.

Por una parte, ha continuado la relajación de spreads en el mercado de crédito, ya no sólo para los activos de mayor calidad, sino también para los de alto rendimiento. **La parte conservadora de nuestras carteras**, ha ido adaptándose a la mejora de diferenciales, incrementando nuestras posiciones en crédito corporativo global de calidad, high yield global flotante y algo de exposición a renta fija emergente, optando a rentabilidades internas de retorno a 12 meses de entre un 4% a un 9% en los momentos de compra.

En esta misma dinámica, también los activos de riesgo han continuado la mejora progresiva desde el último informe. Si bien Estados Unidos y los sectores más favorecidos por la pandemia, como tecnología y salud, continúan siendo los grandes ganadores de esta crisis en

términos absolutos, destacamos en las últimas semanas el buen comportamiento de Europa (apalancada en el plan de reconstrucción) y de los sectores más cíclicos, tales como, industriales, energía, materias primas, turismo y aerolíneas, al definitivamente haber puesto un suelo en el parón de la actividad global y ante unas mejores expectativas de reactivación en los próximos meses.

Ante estos brotes de optimismos, **la exposición a renta variable en todos nuestros perfiles también ha ido en aumento**, aprovechando también la rotación sectorial y geográfica. Hemos incrementado el peso a Europa y compañías de mediana capitalización en nuestra asignación de activos global y sumado exposición a sectores que consideramos aún con importante descuento y mejor visibilidad, a nivel global el sector asegurador, oportunidades en energías limpias, sector industrial, financiero y consumo discrecional. En estos momentos ya nos encontramos por encima de lo que denominamos niveles neutrales de exposición a renta variable por perfil de riesgo.

Continuamos observando algunos riesgos en el horizonte, si bien, es en estos momentos cuando más sentido tiene nuestro objetivo de preservar capital en entornos volátiles, para poder afianzar la relación a largo plazo con nuestros clientes.

Disclaimer

La presente información tiene carácter publicitario de GVC Gaesco Valores, S.V. SA. y fin meramente informativo a los destinatarios, cumpliendo con las normas de conducta aplicadas a todos los servicios de inversión. Por ello, se ha intentado que la información sea suficiente y comprensible para cualquier receptor probable de la misma.

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A., con CIF A-62132352 y domicilio social en C/Fortuny 17 - 28010 MADRID (ESPAÑA). GVC Gaesco Valores pertenece al Grupo GVC Gaesco, siendo una empresa de servicios de inversión registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 182.

GVC Gaesco Valores es miembro de los mercados de valores nacionales (Bolsa de Barcelona, Madrid, Valencia) y miembro liquidador custodio de MEFF.

Todos los productos y servicios prestados por GVC Gaesco Valores se encuentran sometidos a la legislación vigente y bajo la supervisión de CNMV, Banco de España y demás órganos reguladores. Para más información pueden dirigirse a:

- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Oficina Atención Inversor – Edison 4, 28006 Madrid; Tfno. 915851500
- Banco de España, Alcalá, 48, 28014 Madrid; Tfno. 91 338 50 00

GVC Gaesco Valores está adherido al Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) de acuerdo con lo previsto en la normativa vigente. El Fondo de Garantía de Inversiones tiene por objeto garantizar a los Clientes la recuperación de sus inversiones hasta el límite señalado en los supuestos legal y reglamentariamente previstos. GVC Gaesco Valores tiene a disposición de los clientes información detallada sobre el referido Fondo, su funcionamiento, los supuestos y forma de reclamación, la garantía, su alcance y regulación, entre otros, en el Tablón de Anuncios disponible en la página Web de GVC Gaesco Valores, www.valores.gvcgaesco.es, así como en cualquiera de sus oficinas.

El Cliente o potencial Cliente podrá comunicarse con GVC Gaesco Valores en castellano y catalán. GVC Gaesco Valores pone a disposición del Cliente los siguientes medios de comunicación:

- Presencialmente a través de la propia red de oficinas y agentes de GVC Gaesco Valores
- A través del Servicio de Atención Telefónica – Tfno. (34) 93 366 27 27 – Fax (34) 93 550 47 75
- A través de Internet y aplicaciones móvil en el caso de aquellos clientes que hayan contratado estos servicios electrónicos
- A través de correo postal dirigiéndose a GVC Gaesco Valores S.V. S.A.U, C/ Doctor Ferrán 3-5, 08034 Barcelona
- A través de la zona de solicitud de información a través de la web www.valores.gvcgaesco.es

La información de carácter general de GVC Gaesco Valores, así como la relativa a sus agentes, se recoge en su página web www.valores.gvcgaesco.es. El Cliente podrá comunicarse con GVC Gaesco Valores en castellano y catalán.

El Grupo GVC Gaesco mantiene registrado en la CNMV un Reglamento Interno de Conducta, cuyo objetivo principal es determinar los criterios de comportamiento y actuación que deberán observar las personas competentes de acuerdo con lo que se establece en su articulado, en relación con las operaciones con valores y con la Información Privilegiada, así como con el tratamiento, utilización y divulgación de la Información Relevante en orden a favorecer la transparencia en el desarrollo de las actividades del Grupo GVC Gaesco y la adecuada información y protección de los inversores y de aquellas otras personas o instituciones que tuvieran relación con el Grupo GVC Gaesco.

El Reglamento Interno de Conducta tiene carácter complementario de los Códigos de Conducta o normas de carácter análogo que puedan haberse establecido con carácter general por la legislación vigente o las autoridades competentes, en especial, el Código General de Conducta de los Mercados de Valores y las normas que, en su caso, lo desarrollen o modifiquen, que serán de estricto cumplimiento por parte del Grupo GVC Gaesco.

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 cliente 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.

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.