

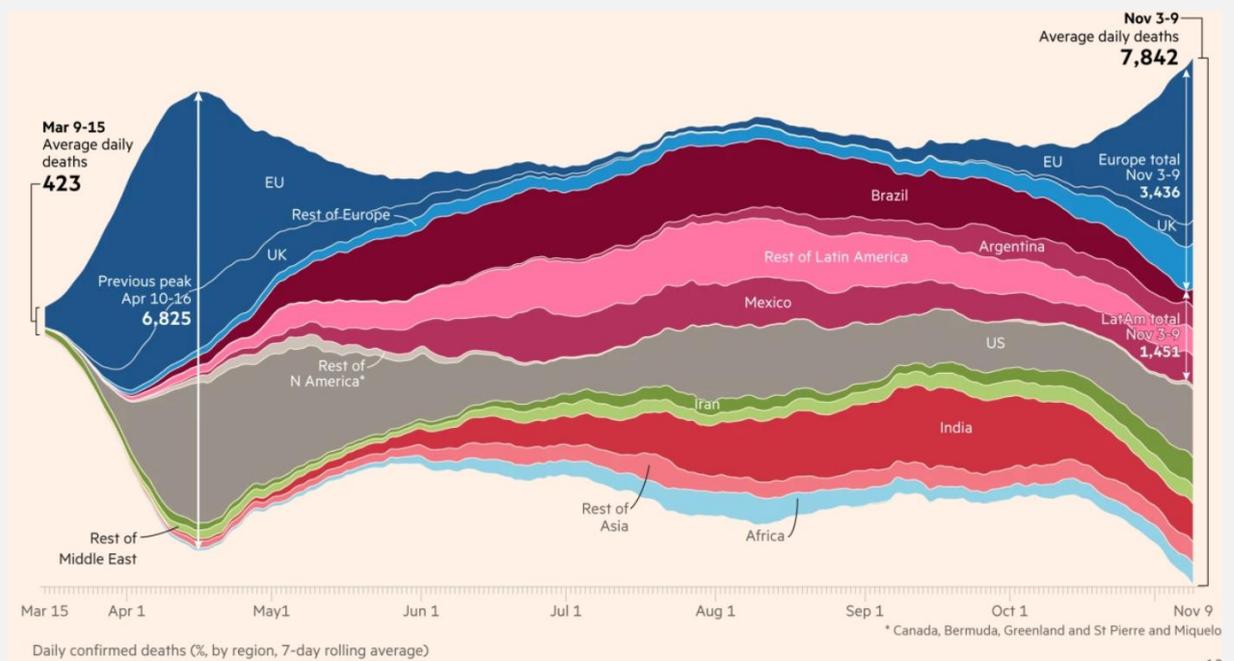


PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS ANTE LA EVOLUCIÓN ACTUAL DEL COVID-19

6ª Actualización 19/11/2020

Nos complace presentar la sexta actualización de nuestro informe Covid-19, que incluye nuestra revisión del contexto macroeconómico y de la situación de los mercados financieros. Es, además, la principal referencia sobre nuestras convicciones y detalla también nuestras principales actuaciones a lo largo de los últimos meses en las instituciones que gestionamos y en las carteras modelo que asesoramos y gestionamos.

Lamentablemente, el rebrote de la pandemia iniciado en octubre ha escalado el número de casos a nivel global hasta los 54 millones y el de fallecimientos hasta los 1,3 millones. Europa, que había superado muy bien la primera ola, se ha convertido, en solo un mes, en la región que lidera el número de casos seguida de EEUU. Aunque las tasas de mortalidad han bajado, lo cierto es que lo abultado del número de contagios ha llevado a elevar la presión de los sistemas sanitarios y nos ha conducido otra vez a diversas formas de confinamiento en todas las áreas afectadas, pero especialmente en los principales países europeos. Ante ello, los organismos de referencia rebajaron las previsiones de crecimiento para 2020/2021 en torno a 3 puntos y los mercados financieros volvieron en muchos casos a deteriorarse de forma importante (-10% Euro Stoxx 50).



Fuente: FT análisis of ECDC and Covid Tracking Project data. Datos a 9 de noviembre

Pero dos buenas noticias llegaron. La primera en relevancia han sido los resultados de la eficacia de la vacuna de Pfizer y Moderna. Ante todo, es una buena noticia para la humanidad que nos ha aliviado y nos ha permitido recuperar la esperanza, fuertemente minada por la segunda ola de la pandemia. Para los mercados financieros, la noticia ha supuesto la constatación de que la recuperación tiene ya fecha y por tanto que las valoraciones de los activos podían ya volver a sus pautas normales, produciendo las mayores alzas bursátiles de la década en algunos mercados.

La segunda buena noticia ha sido el triunfo de Joe Biden. Su elección supone una clara relajación de las tensiones a nivel global, la esperanza de que los populismos no tienen futuro y, en mi opinión, la recuperación de un mejor entorno para el progreso económico equilibrado, también a nivel global. Sin duda, un mejor liderazgo para los años de salida de la pesadilla de la crisis del COVID-19.

¿Qué futuro tenemos por delante?

Algunos estudios y previsiones, entre los que figuran los de McKinsey, dibujan las dos puertas de salida a esta crisis. La primera, relativa al final de la pandemia, se sitúa en el entorno del otoño de 2021 cuando se logre, a nivel global, la necesaria inmunidad colectiva cuyo acelerador clave es la eficacia de las vacunas. La segunda puerta de salida es la consecución del estado de normalidad socioeconómica que nos libere definitivamente de las incertidumbres en torno al crecimiento. Tanto banqueros centrales, como el propio McKinsey, sitúan su fecha entre la primavera y verano de 2021. Creo que este es un buen marco temporal para plantearnos nuestra estrategia como inversores.

Quiero decir que hay que ser optimistas y por tanto podemos volver a tomar decisiones de inversión pensando en horizontes de tiempo más largos y que creemos que van a seguir surgiendo oportunidades para ello. Pero, debemos ser cautos eligiendo el momento y no descartar episodios de alta volatilidad en los mercados financieros, asociados aún a las situaciones que nos está dejando esta crisis:

- Como ya han alertado los Bancos Centrales, lo peor de la crisis de crédito está por llegar, sobre todo cuando se reduzcan las abundantes ayudas públicas. Aunque tenemos un sistema bancario más resiliente que el de 2008, este hecho es una clara amenaza.
- El rápido deterioro de las cuentas públicas, aumentado por la necesidad de incrementar ayudas puente a raíz de la segunda ola, podrán sin duda un freno a la recuperación. Debemos ser honestos, recordar la historia y el impacto que tienen unos déficits y unas deudas públicas elevadas.
- Joe Powell, presidente de la FED, dijo recientemente: "Nos estamos recuperando ya, pero a una economía diferente". Esto quiere decir que no todos los sectores se van a recuperar igual y que muchos de los impactos y cambios que la crisis nos ha traído se van a quedar para siempre.

Con todo, tenemos la convicción que debemos ser serenamente optimistas y tomar decisiones sin miedo en los meses que tenemos por delante. Nuestros equipos están a su disposición para ayudarle en ese camino.

Muy cordialmente,



Enrique García Palacio
CEO del Grupo GVC Gaesco

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



LA COVID-19 POST-VACUNA 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.

Titulamos a nuestro último **informe de principios de agosto: la Covid-19 Pre-vacuna**. Allí explicábamos ya el tema de las vacunas, con muchos meses de anticipación, y decíamos que “esperamos noticias positivas al respecto este mismo año, preferentemente en el último trimestre del año” y recomendábamos “Comprar aquellos sectores bursátiles más castigados por el virus antes que la vacuna, solución final, sea anunciada”. Tras haberse anunciado ya la primera de ellas, a este informe lo hemos titulado ya **La Covid-19 Post-Vacuna**.

Es esta ya la sexta nota sobre la Covid-19, al margen de otra mucha información proporcionada a los inversores de nuestros Fondos de Inversión, Sicavs y Fondos de Pensiones por multitud de otros canales.

A. Crisis exógena temporal

Desde el principio de la crisis de la Covid-19 hemos resaltado el hecho de que esta era una **crisis de naturaleza exógena**, es decir que su causa era un factor totalmente externo a la economía, el impacto de un virus, la Covid-19, que se ha expandido por todo el mundo. En otras palabras, que se trata de una crisis de una índole sanitaria.

A diferencia de las crisis económicas endógenas tradicionales y periódicas, en las cuales se ha producido antes un gran desequilibrio, una burbuja previa, que pincha y que genera una problemática en los balances de las familias, de las empresas y del sistema financiero, y que necesita de un largo tiempo para su resolución; **las crisis exógenas tienen un tiempo de resolución mucho más rápido**, una vez el factor distorsionador externo ha desaparecido.

“ **Interpretar las diferentes magnitudes económicas actuales como si se tratara de una crisis endógena al uso, sin duda conduce a errores.** ”

B. Situación actualizada del virus

A fecha 13 de noviembre la Covid-19 ha causado el fallecimiento de 1,3 millones de personas en todo el mundo, el 0,017% de la población mundial. Aunque mediáticamente se la haya intentado comparar con la Gripe Española de 1918, no resiste comparación alguna. Aquella causó el fallecimiento del 2,7% de la población mundial del momento. Cuando se analiza la tasa de mortalidad por grupos de edad, la tasa de mortalidad de la Covid-19 únicamente se puede comparar

a aquella para las personas mayores de 85 años.

Los países asiáticos, donde lo colectivo prima sobre lo individual, han controlado el virus por sus propios medios, como por ejemplo China (4.634 fallecidos), Japón (1.883), Corea del Sur (494), Tailandia (60), Vietnam (35), Singapur (28), Taiwan (7), etc.

Los países Occidentales del Hemisferio Norte, el que actualmente registra bajas temperaturas, están inmersos en una segunda ola, cuya característica principal es el fuerte descenso de la tasa de mortalidad observada (número de fallecidos dividido por el número de casos reportados). Si en mayo era del 7%, ahora es inferior al 2%.

A fecha 4 de noviembre, los tres países del mundo más afectados por la Covid-19, en términos de fallecidos por habitante, son Perú, Bélgica y España.

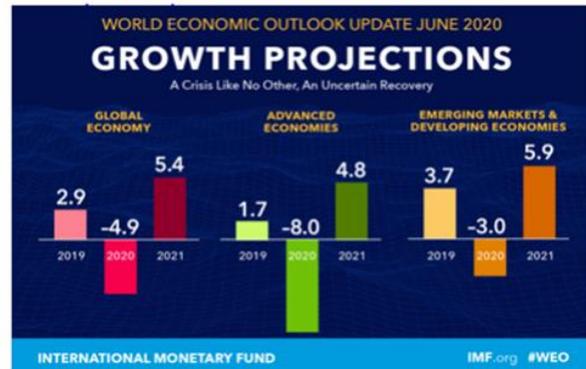
C. Estado de las Vs

En marzo pronosticamos que habría una recuperación bursátil en V. Cito textualmente el final del texto del artículo de La Vanguardia publicado el día 22 de marzo, justo cuando los mercados habían efectuado los mínimos del año: **“estamos ante una ocasión de compra que se da una vez cada década. Espero una V”**. ¿Cómo van las Vs?

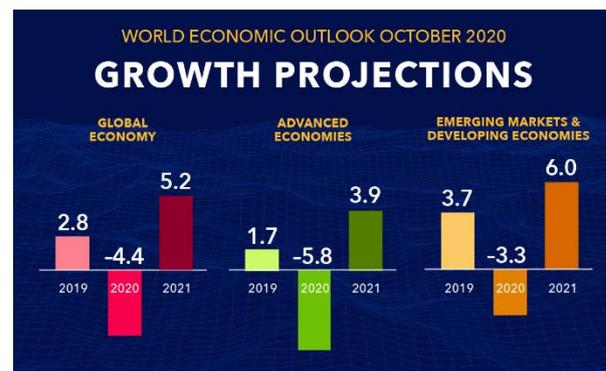
I. La V económica:

EL Fondo Monetario Internacional (FMI) siempre ha visto una V económica, interpretando bien el origen exógeno de la crisis desde su inicio.

Así eran sus previsiones en Junio/20:



Y así eran en Octubre/20:



Aparte de la permanente consideración de la V, destaca la mejoría prevista no sólo para la economía mundial en 2020 (de -4,9% a -4,4%), sino sobre todo, para los países desarrollados (de -8,0% a -5,8%). Igualmente, la zona euro ha mejorado expectativas (de -10,2% a -8,3%), aunque España se haya quedado igual (-12,8%).

Algo tendrá que ver con ello el proteccionismo turístico de estado que se ha hecho en todo el mundo este verano, como en China o en EEUU, y que ha perjudicado a los destinos turísticos especialmente europeos. Aun así, alguien debería preguntarse el porqué en España la campaña turística ha sido peor que en los países vecinos.

II. La V bursátil:

Numerosas Vs bursátiles han sido completadas en su integridad, superando ya los niveles de 31/12/19 (línea roja horizontal), en algunos casos con creces:

China: Virus controlado y economía creciendo en 2020 (+1,9%). Índice CSI-300 (+19,7%)



Japón: Virus controlado y economía decreciendo en 2020 (-5,3%). Índice Nikkei-225 (+9,5%)



EEUU: Virus no controlado y economía decreciendo en 2020 (-4,3%). Índice S&P-500 (+10,9%)



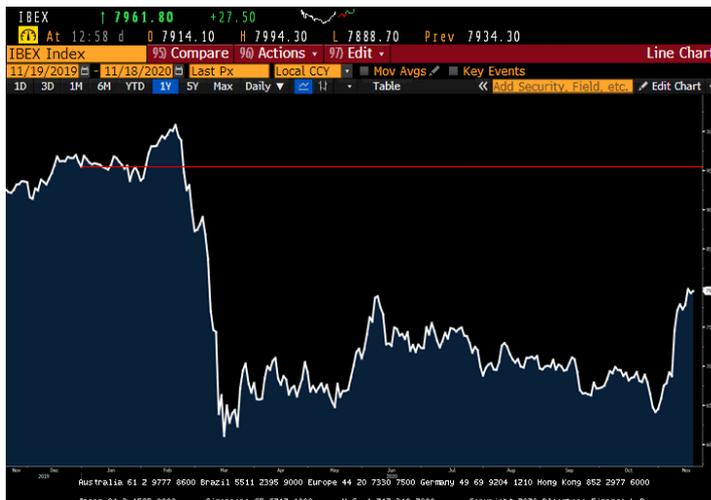
Mundo: Virus no controlado y economía decreciendo en 2020 (-4,4%). Índice MSCI World (+7,2%)



Existen algunas Vs, aún pendientes de recuperación, como en la **Zona Euro**. Así el Índice Eurostoxx-50, que cae un -7,5% en el año.



O en **España**, con el IBEX-35 cayendo en el año un -16,7%



III. La V de nuestros fondos:

Desde los mínimos del mes de marzo, el mejor momento para haber invertido del año, hasta el día 16/11/2020, estas han sido las rentabilidades que han obtenido nuestros fondos de inversión, habiéndose beneficiado perfectamente de la recuperación en V:

FONDOS DE INVERSIÓN	% Rentabilidad 18.03.2020 - 16.11.2020
GVC GAESCO MULTINACIONAL, F.I.	89,02%
GVC GAESCO EUROPA, F.I.	73,08%
GVC GAESCO 300 PLACES WORLDWIDE, F.I.	59,70%
GVC GAESCO FONDO DE FONDOS, F.I.	50,11%
GVC GAESCO SMALL CAPS, F.I.	45,17%
GVC GAESCO T.F.T., F.I.	43,49%
GVC GAESCO JAPÓN, F.I.	41,93%
GVC GAESCO BOLSALÍDER, F.I.	36,44%
GVC GAESCO RETORNO ABSOLUTO, F.I.	36,01%
GVC GAESCO OPORTUNIDAD EMPR. INMOB.	29,28%
GVC GAESCO EMERGENTFOND, F.I.	27,90%
BONA - RENDA, F.I.	27,67%
GVC GAESCO SOSTENIBLE, FI	27,20%
GVC GAESCO DIVIDEND FOCUS, F.I.	23,62%
GVC GAESCO RENTA FLEXIBLE, F.I.	9,41%
GVC GAESCO RENTA VALOR, F.I.	7,86%
GVC GAESCO PATRIMONIALISTA, F.I.	6,17%
GVC GAESCO RENTA FIJA, F.I.	3,66%
GVC GAESCO CONSTANTFONS, F.I.	-0,35%
GVC GAESCO FONDO FONDTESORO, F.I.	-0,49%

D. La segunda ola no cotiza

La segunda ola del virus no cotiza en las bolsas. Veamos el porqué:

I. En primer lugar la posibilidad de una segunda ola en el hemisferio norte, cuando volviera el frío, **siempre se dio por más que probable**. No es ninguna sorpresa.

II. En segundo lugar, en esta segunda ola hay una gran diferencia respecto a la primera: Si bien en la primera ola se destacaban en los medios de comunicación los fallecimientos y los colapsos hospitalarios y de las UCIT, en esta segunda ola la atención se ha centrado en los casos diagnosticados y en los CAPS. **En términos más técnicos, la tasa de mortalidad observada ha caído fortísimamente, siendo la tasa de mortalidad real aún más baja**, dados los asintomáticos que no se hacen ningún test, siendo estimada por la Organización Mundial de La Salud ahora alrededor del 0,6%, muy inferior a la que estimaba en abril.

III. En tercer lugar, lo que daña a las economías, a los resultados empresariales, y a las bolsas, son los confinamientos globales. **Estos segundos confinamientos son inferiores y más selectivos que los primeros**. Un dato, si en Europa se consumen unos 20 millones de barriles diarios de petróleo, y durante el primer confinamiento bajó a 14 millones de barriles, ahora en el segundo confinamiento no se prevé que baje de 17/18 millones de barriles.

IV. En cuarto lugar, **las mejoras ya comentadas de las previsiones económicas** por parte del Fondo Monetario Internacional.

V. En quinto lugar, **los avances médicos que ha habido tanto en lo que a**

a tratamientos se refiere como a los tests rápidos. Por una parte, el sistema sanitario está ahora mucho más preparado y mejor dotado de material, y por otra parte es mucho más conocedor no sólo de los tratamientos satisfactorios, sino también de los contraproducentes. Igualmente, los tests rápidos, como los de antígenos, suponen un gran avance, no sólo porque permiten una detección más rápida de los casos sino también por lo que pueden significar en el proceso de normalización económica. Sin ir más lejos, IATA, la Asociación Internacional del Transporte Aéreo, se ha posicionado claramente a favor de su uso en los aeropuertos como alternativa al cierre de fronteras y a las cuarentenas de entrada.

VI. En sexto lugar, se ha constatado que en los países que ya han controlado el virus, como China, donde todo empezó, **la vuelta económica a la normalidad es muy rápida**. La reciente semana festiva del "Golden Week" en China ha evidenciado como de rápida es la vuelta del turismo con el virus controlado. Sus tasas de ocupación hotelera superan ya a las de la situación previa al Covid-19.

VII. En séptimo lugar, como no, **las vacunas**. A finales de Julio se publicó ya en la prestigiosa revista médica The Lancet, los más que satisfactorios resultados de la primera y segunda fase de diversas vacunas. Fue la primera vez que el mercado tuvo conciencia de que la vacuna llegaría mucho antes que cualquier previsión anterior, lo cual sin duda ha contribuido a la escasa volatilidad habida desde entonces. Con nueve vacunas en la fase III, la última, los anuncios eran cuestión de tiempo. Acabamos de asistir a los primeros de ellos, el de Pfizer y el de Moderna, y habrá varios más. **Es muy curioso que, aun sabiendo que habría vacunas, sin conocer cuáles de ellas serían las buenas, el mercado haya reaccionado sólo tras el anuncio de la primera de ellas.**

E) Cambio de ciclo de "Growth" a "Value"

Si por ejemplo analizamos la bolsa europea, hemos visto que aún está en negativo en el año. De todas formas, si analizamos más en detalle, y diferenciamos entre la parte "Value" del mercado europeo (índice MSCI Europe Value), y la parte "Growth" (MSCI Europe Growth), observaremos una diferencia muy importante:



“ **Básicamente en Europa la parte "Growth" ha recuperado totalmente los niveles de final del 2019, mientras que la parte "Value" aún tiene descensos cercanos al 20%. Estas diferencias se reproducen, sin excepción, en todo el mundo.**

La entrada en escena del virus ha conducido a una serie de confinamientos ordenados por los diferentes gobiernos, y ha dado lugar a lo que podríamos denominar una **economía de confinamiento**. En esta economía una serie de sectores de actividad se han visto especialmente beneficiados (servicios

entrega a domicilio, equipos informáticos, sistemas de videoconferencia, artículos del hogar, fitness a domicilio, vídeos bajo demanda, etc.), la mayoría de ellos con un marcado perfil "Growth", mientras que otros muchos se han visto perjudicados (turismo, servicios como restaurantes o gimnasios, actividades muy ligadas al ciclo económico, como energía, industrial, construcción, financiero, etc.), la mayoría de ellos "Value".

Es posible que algunos inversores hayan confundido a la economía de confinamiento con la economía de la normalidad. Es decir,

que hayan extrapolado que la economía de confinamiento se extenderá en el tiempo aun cuando los efectos económicos del virus hayan desaparecido. Sólo así puede explicarse que aquellos sectores de actividad temporalmente beneficiados por el virus hayan tenido un comportamiento bursátil mucho mejor que los sectores de actividad temporalmente perjudicados por el virus hasta finales de julio. **Hasta ese momento, cuando se tuvo, como hemos visto, conciencia de que la vacuna llegaría mucho antes de lo previsto, El "Growth" lo hizo mucho mejor que el "Value"**. En agosto, septiembre y octubre, las diferencias entre ambos se han igualado, y no ha sido hasta el mes de noviembre, tras el anuncio de la primera de las vacunas, que ha empezado a revertir fuertemente.

Como advertíamos el 4 de octubre en el artículo de La Vanguardia: **"El péndulo del mercado bursátil se encuentra en uno de sus extremos, el del "growth", y se está parando**. La última vez que estuvo en este mismo extremo fue en el año 2000. Se había puesto muy de moda entre los inversores la adquisición de empresas con una fuerte expectativa de crecimiento, y acabó con el conocido "crash" de las empresas tecnológicas, para desespero de los inversores "growth". La última vez que el péndulo estuvo en el extremo opuesto, el del "value", fue en 2007. Se había puesto muy de moda el denominado "value investment" e igualmente acabó mal, esta vez para los inversores "value". Los inversores que se apuntan a todas las modas simplemente lo sufrieron en ambas ocasiones".

Decíamos entonces que los catalizadores del cambio de ciclo eran cinco, y que se daban todos en aquel momento:

i. La Vacuna de la Covid-19.

ii. La excepcional diferencia de múltiplos existente entre las empresas "value", en mínimos, y las empresas "Growth", en máximos.

iii. El incumplimiento de expectativas de algunas empresas Growth, como Nikola o SAP.

iv. Las operaciones de consolidación, M&A, en empresas "value", como ArcelorMittal en EEUU, la OPA de SIOEN, y otras muchas más.

v. Los indicios de capitulación de algunos inversores – e incluso gestores- "value".

Tras la noticia de la primera vacuna el "Value" ha batido al "Growth" con creces. En la primera semana tras el anuncio, el índice MSCI Europe Value ha subido un +12,0%, mientras que el índice MSCI Europe Growth ha subido un +1,9%. **Es sólo el inicio de la vuelta del péndulo.**

F. Conclusiones

Dos son las grandes oportunidades de inversión actuales en nuestros fondos:

Nuestro fondo único turístico Global: GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI y nuestros numerosos fondos de tipo "Value".

Finalmente me gustaría acabar con una frase que creo que es lo suficientemente explícita y que resume la estrategia:

|| Hay Inversores que han confundido a la economía del confinamiento con la economía del futuro, como si el futuro consistiera en quedarse en casa

Equipo de Análisis y Research



EMPIEZA LA CUENTA ATRÁS HACIA LA NORMALIDAD SOCIAL Y ECONÓMICA

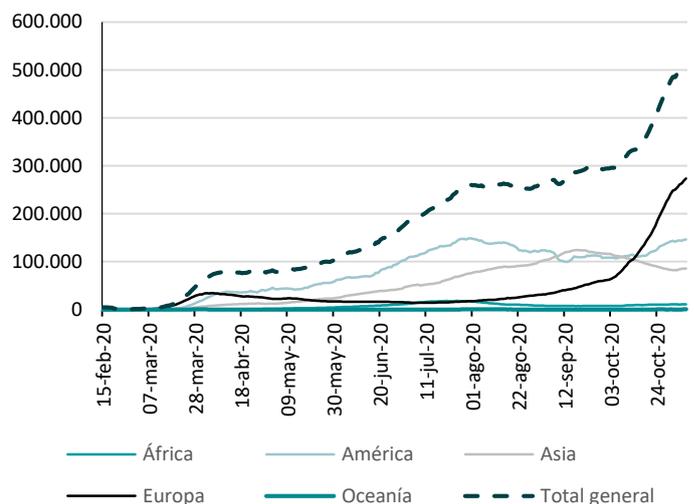
Marisa Mazo, Subdirectora de Análisis y Research de GVC Gaesco Valores

Tras el pesimismo e incertidumbre que el rebrote de la Covid-19 provocó, los alentadores datos de la vacuna de Pzeifer han insuflado de optimismo los mercados. Eso no quita para que las medidas de distanciamiento social vayan a penalizar la economía tanto en 4T20 como muy probablemente 1T21. Nuestro mejor escenario es que la inmunidad de grupo se consiga en el 3T20, momento en el que deberíamos volver a la normalidad social y, por tanto, a la económica.

La pandemia: ¡Llega la vacuna!

Los resultados de la vacuna de Pfizer, con un 90% de efectividad, han devuelto el optimismo en un momento en el que el Covid-19 volvía a marcar contagios máximos en el mundo y, especialmente, en Europa. Así, el número de contagios diarios se acerca a los 600.000, de los cuales 300.000 provienen de Europa, 160.000 de América y 90.000 de Asia. El número total de contagiados a 9 de noviembre asciende ya a 50,9mn y el de fallecidos a 1,3mn.

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

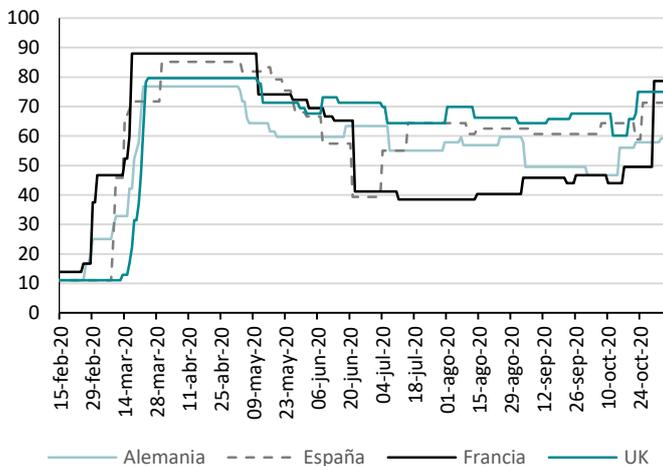


Fuente: European Centre for Disease Prevention and Control y GVC Gaesco

En Europa, y a pesar de estas cifras, la presión ejercida sobre los sistemas sanitarios es inferior a la experimentada durante la primavera, con un menor porcentaje de ingresos hospitalarios por cada 100.000 habitantes. Esto es debido a un cambio en el perfil de las personas infectadas, con un porcentaje muy elevado de los contagiados en el rango de edad entre 20 y 35 años frente a la alta incidencia del virus en la población de edad avanzada en la primera ola.

Aún con todo, casi todos los países han vuelto a implantar medidas de restricción de la movilidad a sus ciudadanos. Siguiendo el índice de restricciones que elabora la Universidad de Oxford a partir de 9 variables, Francia sería el país europeo con unas medidas de restricción más estrictas, lo que es consecuente con su tasa de infectados e ingresados por 100.000 habitantes en las últimas semanas.

Gráfico 2. Índice de restricciones



Fuente: Universidad de Oxford y GVC Gaesco

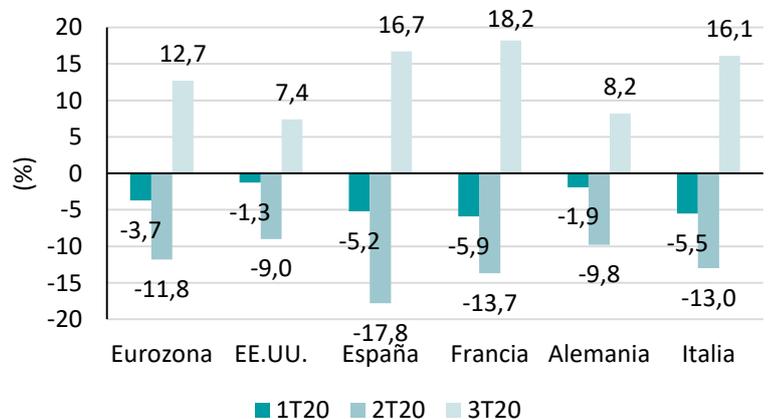
El éxito de la vacuna de Pzifer, con una efectividad del 90%, introduce una mayor certidumbre sobre el final de las medidas de distancia social y, por tanto, de una futura normalización de la vida social y económica. Además, a la vacuna de Pzifer, cuyo principal problema es su transporte y almacenamiento a menos de -80°C , se unen los 47 proyectos que se encuentran realizando ensayos clínicos sobre humanos, de los cuales 10 se encuentran en fase 3, 14 en fase 2 y 23 en fase 3. Nuestra previsión es que la inmunidad colectiva se logre en el tercer trimestre de 2021, y que la normalización social se consiga en algún momento del segundo semestre de 2021.

Por el momento, y a pesar de la euforia con la que se han recibido las noticias, las restricciones se mantendrán, afectando por tanto a la vida económica.

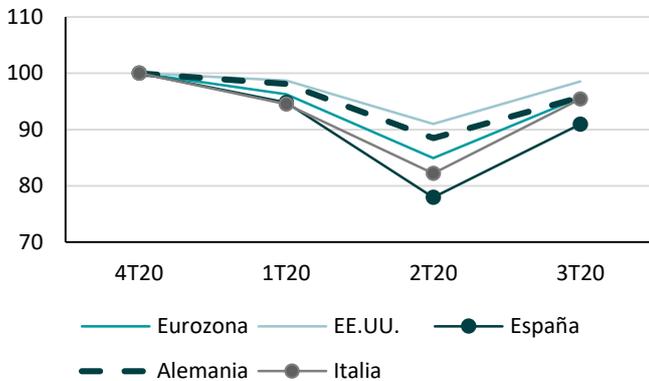
Las perspectivas económicas a corto y medio plazo

La publicación de los datos del PIB del 3T20 confirmó una recuperación económica relevante y superior a las expectativas. El PIB de la Eurozona aumento un +12,7% t/t (-11,8% t/t en 2T20). Estados Unidos creció un +7,4%, Alemania +8,2%, Francia +18,2% y España +16,1%. Analizando la evolución desde el 4T19 y comparando con el PIB de este trimestre, la economía con un mejor comportamiento acumulado en 2020 hasta el momento es Estados Unidos, con una pérdida de solamente 1,5pp respecto al nivel delT19. España, como ya habíamos adelantado, es la que peor comportamiento ha tenido, con una reducción de su PIB de 9,1pp, mientras que en la Eurozona la pérdida media es de 4,3pp.

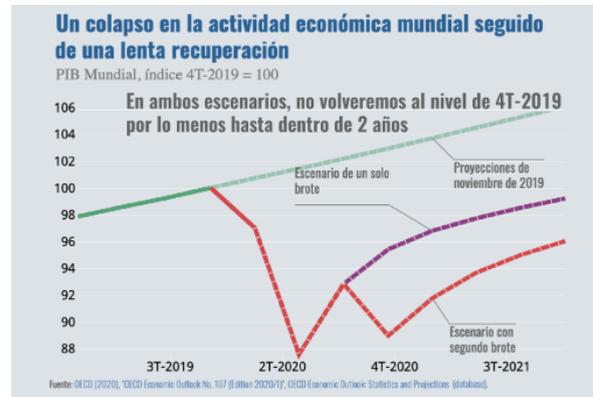
Gráfico 3. PIB del 3T20



Fuente: Factset y GVC Gaesco

Gráfico 4. Evolución del PIB (Base 100: 4T19)


Fuente: Factset y GVC Gaesco

Gráfico 5. Evolución de la actividad económica mundial)


Fuente: OCDE y GVC Gaesco

La segunda ola de la pandemia va a retrasar la vuelta a los niveles de 2019 hasta 2023 según nuestros cálculos. Probablemente, el PIB del 4T20 de los países de la Eurozona vuelva a territorio negativo, cumpliéndose el patrón que ya los organismos internacionales, como la OCDE, habían estimado.

Gráfico 6. Estimaciones de crecimiento del PIB

	2019	2020e	2021e	Revisión desde Enero		Revisión desde Junio		Diferencia ac. 2021e
				2020e	2021e	2020e	2021e	
Mundo	2.8	-4.4	5.2	-7.7	1.8	0.8	-0.2	-6.2
Economías avanzadas	1.7	-5.8	3.9	-7.4	2.3	2.3	-0.9	-5.4
Estados Unidos	2.2	-4.3	3.1	-6.3	1.4	3.7	-1.4	-5.1
Eurozona	1.3	-8.3	5.2	-9.6	3.8	1.9	-0.8	-6.2
Alemania	0.6	-6.0	4.2	-7.1	2.8	1.8	-1.2	-4.6
Francia	1.5	-9.8	6.0	-11.1	4.7	2.7	-1.3	-7.0
Italia	0.3	-10.6	5.2	-11.1	4.5	2.2	-1.1	-7.2
España	2.0	-12.8	7.2	-14.4	5.6	0.0	0.9	-9.7
Japón	0.7	-5.3	2.3	-6.1	1.8	0.5	-0.1	-4.4
Reino Unido	1.5	-9.8	5.9	-11.2	4.4	0.4	-0.4	-7.4
Economías emergentes	3.7	-3.3	6.0	-7.7	1.4	-0.2	0.2	-6.7
China	6.1	1.9	8.2	-4.1	2.3	0.9	0.0	-2.0
India	4.2	-10.3	8.8	-16.1	3.0	-5.8	2.8	-14.3
Brasil	1.1	-5.8	2.8	-8.0	0.5	3.3	-0.8	-7.7
México	-0.3	-9.0	3.5	-10.0	1.9	1.5	0.2	-8.4

Fuente: Fondo Monetario Internacional y GVC Gaesco

A nuestro juicio, las estimaciones de 2020e quizá resulten elevadas para la Eurozona debido a las medidas de confinamiento que se están imponiendo, lo que probablemente resulte en una revisión al alza del crecimiento del 2021.

Políticas fiscales y monetarias expansivas: ¡A todo gas!

Tras la aprobación del plan Next Generation EU pocas novedades ha habido en el terreno fiscal en Europa. Tampoco en Estados Unidos, país que tiene en proyecto un nuevo programa de estímulos a la economía que probablemente apruebe ya la próxima administración Biden. Las recomendaciones de los organismos internacionales son claras: salvemos al enfermo con las políticas fiscales ultraexpansivas, sin preocuparse del déficit o de la deuda. Evidentemente, este será el próximo capítulo de nuestra historia económica: ¿cómo reducimos los niveles de deuda? Pero ya nos preocuparemos en un par de años...

Los bancos centrales siguen su hoja de ruta como proveedores ilimitados de liquidez y financiadores de la deuda pública y parte de la privada. ¿Tienen más armas en su mano? No descartamos una nueva ayudita a la banca que, en 2021, con la aparición de la morosidad real estará probablemente necesitada de nuevos ingresos como podría ser la extensión de la remuneración del 1% de los TLRTOs III un año más...

En conclusión, los resultados de la vacuna de Pfizer hacen que comience la cuenta atrás para la eliminación de las medidas de distanciamiento social y se retorne a una normalización económica.

Sin embargo, esto no quita para que durante los próximos 3 a 9 meses (hasta 3T21) se sigan utilizando estas medidas. Esperamos que la inmunización de grupo llegue en 3T21 gracias a esta y/u otras vacunas que se encuentran ya en fase 3. Creemos que los datos del PIB del 4T20 volverán a los números rojos pero que durante 2021 veremos una progresiva recuperación económica. Mantenemos nuestro escenario Nike, que ya comentábamos en informes previos, y creemos que se retornará a los niveles de actividad de 2019 en 2022 para el conjunto de las economías y en 2023 para España.





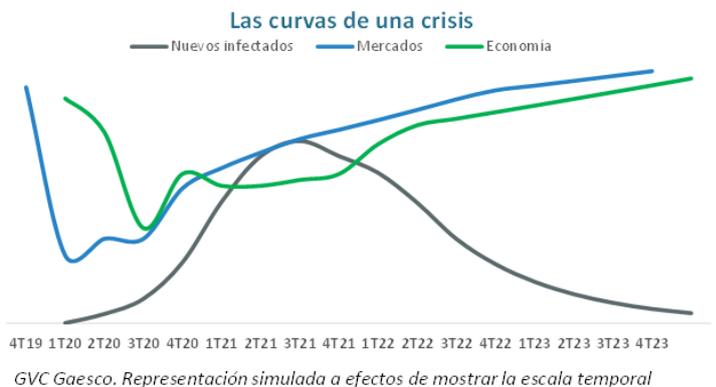
EL MERCADO DESCUENTA EL PRINCIPIO DEL FIN DEL CORONAVIRUS

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

Aunque aún existen desafíos logísticos y regulatorios, la comunidad científica ya habla de meses y no trimestres, en lo referente al periodo en el que la vacuna empezará a administrarse a la población. Las de Pfizer y Moderna son las primeras, pero sin duda vendrán más en las próximas semanas. La situación coincide con nuestro escenario central de que la vacuna podría estar disponible a mediados de 2021. Aun así, la temporada de Navidad de este año está perdida para algunas actividades, la Semana Santa será de medio gas y veremos cómo se abren los países al turismo en verano de 2021 aunque somos optimistas.

En todo caso, poco importan los tempos exactos, ya que el mercado adelanta en seis o siete meses los eventos macro y ahora, si no se complican las cosas, hemos cruzado el ecuador de la duración de la situación de alerta que parece que al final será de 12-15 meses.

“ **Por ello la conclusión es clara, esperamos que la recuperación de las cotizaciones continúe en los siguientes meses. Habrá volatilidad, pero mientras que en el periodo marzo-octubre de 2020 ha sido a la baja, en las próximas semanas será al alza. De las elecciones americanas...ya nadie se acuerda.**



Ahora, el principal desafío de los gestores y analistas es **aprovechar la diferencia entre las dinámicas de la evolución de la enfermedad, de la economía y de los mercados** para recuperar el valor perdido durante la explosión de la pandemia y volver a una senda de retornos sostenibles.

Desgraciadamente, los contagios por COVID19 seguirán creciendo este invierno y las autoridades seguirán imponiendo restricciones a la actividad económica, con lo que veremos altos y bajos trimestrales en la economía. Paradójicamente, este deterioro adicional que podemos ver en la economía, puede ser coincidente con una recuperación en el mercado.

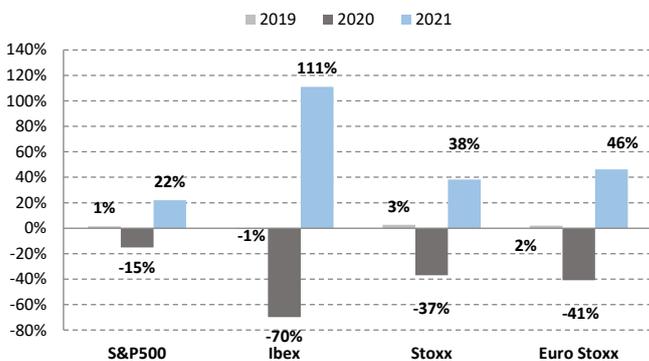
Si los meses de marzo a octubre no han sido fáciles, el nuevo mercado en el que estamos entrando también tiene sus retos, ya que ahora aparece la lógica duda de si hay que realizar plusvalías ante las subidas históricas de los últimos días o mantener las posiciones

(si se tenía la posición larga construida), o si entrar, a precios muy superiores al de hace unos días (si se estaba en liquidez).

El tiempo pasa y todo se olvida, ...si se supera

El hecho de que el mercado anticipe la recuperación, no significa que los efectos financieros del shock que estamos viviendo sea despreciable. La factura en términos de beneficios empresariales perdidos y caja quemada es muy abultada y su impacto ha llegado a la valoración de las empresas en forma de deuda. En concreto, el descenso esperado de los beneficios en 2020 en nuestros principales mercados de referencia alcanza el 70% en el Ibex, el 15% en el S&P500 y el 41% en el EuroStoxx.

Estimaciones de variación de BPA por mercados



Estimaciones Factset, ESN y GVC Gaesco

Con las estimaciones actuales, el beneficio final de 2021 en comparación con el nivel de 2019 será del 105% en el S&P500, del 85% en Europa y del 65% en el Ibex. Sin embargo, pensamos que el comienzo de los anuncios de consecución de vacunas efectivas, puede hacer que las empresas y analistas revisen sus previsiones progresivamente para el próximo ejercicio.

La recuperación global será finalmente en forma de logotipo de Nike, pero la K estará presente

Se ha utilizado la letra "K" para simbolizar la recuperación asimétrica cuando hablamos de países, de sectores e incluso de empresas dentro del mismo sector. Ya en nuestros anteriores comentarios, hablábamos de que la pandemia ha sido un factor acelerador de tendencias y no solo de tendencias sociales o económicas sino de empresas concretas. Aquellas empresas que ya estaban "tocadas" pueden seguir viendo deterioros en sus balances mientras que las que estaban capitalizadas, han podido aprovechar la coyuntura para reforzar o acelerar movimientos estratégicos, reestructuraciones, procesos de digitalización, etc.

En todo caso, pensamos que la productividad es la principal ganadora, ya que la reacción de las empresas ha sido una fuerte **aceleración de los procesos de digitalización y optimización de costes**. Por lo tanto, en el momento que se dé por controlada la pandemia, y los ingresos empiecen a fluir, la recuperación de los resultados va a ser fuerte, quizá más de lo que las actuales estimaciones contemplan.



Aún hay mucho recorrido por recuperar

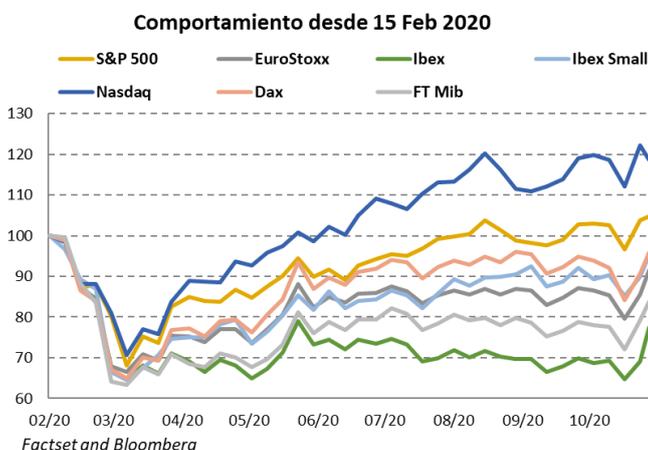
Es tiempo de exageraciones. Después de casi ocho meses de tremendas dudas, aún había posiciones cortas en muchos valores cíclicos y muchos inversores posicionados en valores defensivos. A medida que el ejercicio penalizado va desapareciendo de la vista de los inversores y se mira más a multiplicadores de 2021 o 2022, el margen de recuperación es mayor. Es cierto que subidas del 10-12% como las que hemos visto en solo dos días, pueden generar vértigo y ganas de realizar plusvalías. Y es cierto que el inversor que haya tenido la suerte de entrar hace poco, puede realizar movimientos tácticos para incrementar rentabilidad. Sin embargo, no hay que perder la perspectiva de desde donde venimos. Solo por dar un ejemplo, el Ibex ha subido más de un 10% en este último movimiento, pero aún le queda un 30% para estar en el nivel al que estaba cuando irrumpió la pandemia y solo un 10% hasta nuestra actual valoración. Si bajamos el ejemplo a valores de los sectores más penalizados, podemos hablar de NHH. El valor ha subido un 34% en tres sesiones, pero aún debe subir un 78% para recuperar los niveles pre COVID19 y un 40% hasta nuestro precio objetivo actual.

Hay que gestionar bien esos porcentajes, comprobar cuál es el impacto que la crisis va a tener en el valor de la empresa y si es posible que se retomen niveles de cotización previos a la crisis, o el consumo de caja producido en la misma, ha bajado el techo fundamental. La pregunta es clave y la respuesta no es fácil: ¿Cuál es la referencia correcta de potencial actual para NHH? ¿78% o 40%? La rapidez en la certificación del fin de la pandemia, por una extensa protección de vacuna o medicamento eficaz, puede mover la respuesta de un lado a otro. Si las vacunas efectivamente se descubren pronto y son eficaces, probablemente veamos revisiones alcistas de valoraciones.

Es hora de elegir valores... ¿y cuando no lo ha sido?

En la actual situación, nuestro criterio de selección de valores será la combinación de potencial de valoración con las buenas perspectivas de la empresa en 2021-22, pero la pertenencia a una de las macro-tendencias de largo plazo seguirá presente a la hora del stock picking. Como opción de recuperación de valor incluimos a los sectores del sector automovilístico, viajes, medios y bancos. Dentro de las tendencias, seguimos apostando por:

- 1)** La transición energética (aunque con una selección activa, porque estos valores han sido muy resilientes a la crisis.
- 2)** El transporte ferroviario y movilidad sostenible en general.
- 3)** Los servicios de medioambiente, agua, reciclado...
- 4)** Las farmacéuticas y sobre todo la medicina ligada a tecnología.

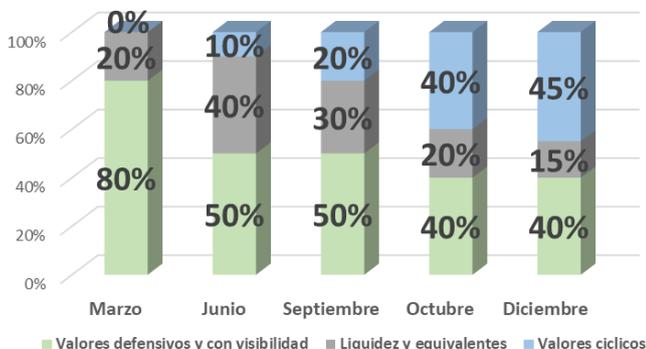


5) Las empresas tecnológicas que aporten soluciones disruptivas, opciones de teletrabajo, comercio on-line, 5G.

6) Las empresas que mejor cumplan con los criterios ESG.

Como opciones de valor más tranquilo, cuya recuperación será más pausada, encontramos las empresas industriales, las de materias primas y las constructoras. No es que estemos en desacuerdo con la idea de rotación generalizada desde crecimiento a valor, pero pensamos que la selección tiene que profundizar en más aspectos. Está claro que los valores beneficiados por la tendencia "quédate en casa", tendrán menos atractivo en una era post-covid, pero pensamos que no hay que expulsarlos del todo de nuestras carteras.

Distribución de riesgo en equity



GVC Gaesco Valores

Conclusión: permanecer sobreponderado en renta variable con una cartera sostenible

El proceso de las elecciones americanas, nos han vuelto a demostrar, qué, dentro de un cierto arco político, para las bolsas el resultado es indiferente. Las opciones políticas de los países consolidados, suponen en la práctica pocas diferencias económicas y se centran más en la ideología, qué a corto plazo, tiene menos peso en el devenir económico. Sobre todo, con los poderes en el Senado y Congreso más equilibrados, que previenen de movimientos radicales en impuestos y regulación. En realidad, como ha dicho un colega, el ganador preferido por el mercado no es ni Biden ni Trump, sino Powell.

Hemos entrado en un periodo en que parece que lo peor está descontado (ojalá sea así) y por lo tanto el flujo de noticias puede ser más positivo que negativo. A medida que el conocimiento del virus SAR COV2 es mayor, se podrá luchar mejor contra él, nuevas vacunas vendrán y la confianza de los consumidores y viajeros se recobrarán. Pero no todo es de color de rosa. La factura de este periodo, de la falta de actividad, del sostenimiento artificial de la economía y el bienestar (necesario por otra parte), se va a traducir en un increíble aumento de la deuda pública y un deterioro de la posición financiera de algunas empresas. La digestión llevará tiempo y hay que esperar que no nos indigestemos, para lo cual se necesita de un periodo de tipos de interés bajos, lo que puede suponer una cierta japoneización de la economía europea. Pero el desarrollo de esa idea lo dejamos para próximos informes, de momento hay que disfrutar de la recuperación.

Equipo de Asesoramiento y Gestión



RECTA FINAL DE AÑO CON TONO POSITIVO GRACIAS A LAS NOTICIAS SATISFATORIAS EN EL DESARROLLO DE LAS VACUNAS CONTRA EL CORONAVIRUS

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

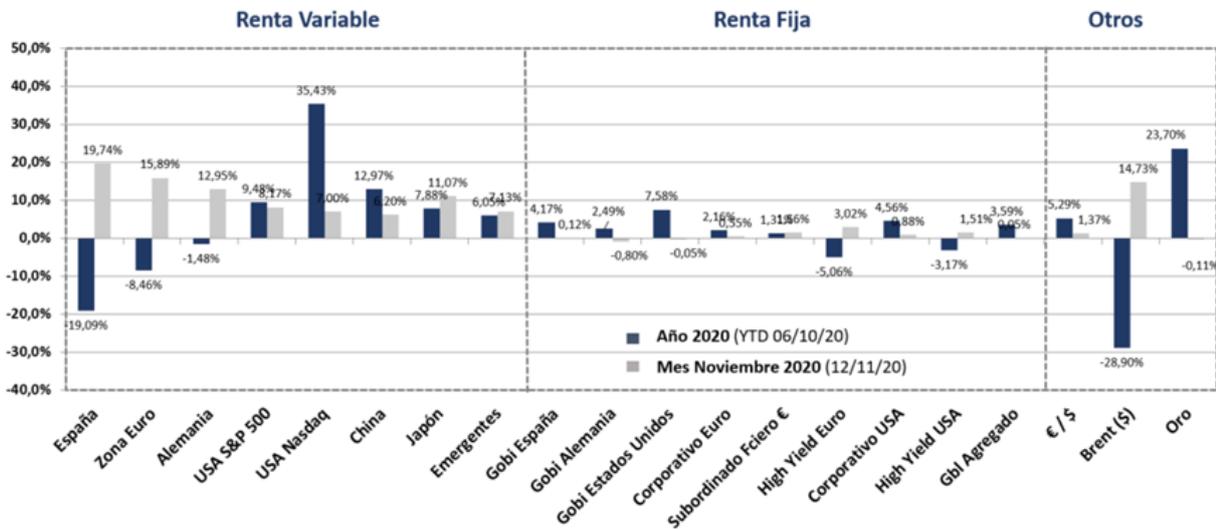
En este nuevo informe de actualización de mercados y activos, comenzamos lamentablemente con un nuevo máximo en el número de infectados por coronavirus a nivel global, en plena segunda ola de contagios, son ya más de 50 millones los afectados. A todo se acostumbra el ser humano, que se adapta a las nuevas restricciones con resignación, pero con noticias positivas en la carrera por una vacuna efectiva. La Organización Mundial de la Salud afirma que hay 42 vacunas en fase de evaluación clínica y unas 149 en fase preclínica, el gran número de participantes, es eleva el grado de éxito y, por tanto, pone más cerca la solución sanitaria. Prueba de ello, ha sido la reacción de los mercados ante las noticias positivas de eficacia publicadas por Pfizer, esta buena noticia en la recta final de año, nos da esperanza, sin olvidar los retos a su producción, distribución y administración, que serán los nuevos temas para el próximo 2021.

Desde el último informe, y tras la actualización sanitaria, han sido las elecciones americanas otro centro de generación de noticias y titulares para los mercados. La elección del presidente americano para los próximos cuatro años, se ha vivido con bastante normalidad dentro de este año tan atípico. Las votaciones han marcado un record en el porcentaje de participación, con un elevado peso del voto

por correo por causa de la pandemia, donde ambos candidatos han sido electo y no electo con el mayor número de votos de la historia electoral. A priori, la elección del nuevo presidente, creemos supondrá una vuelta a la política internacional multilateral, con un claro efecto positivo sobre Europa y países emergentes, donde se habían tensionado más las relaciones políticas.

El contexto económico, continua claramente marcado en el corto plazo por la pandemia, el parón está siendo más acusado en Europa, donde las medidas que se están tomando para doblegar las curvas de contagio, claramente afectarán a los datos del cuarto trimestre. La cara opuesta es Asia, donde los datos para el cuarto trimestre se esperan positivos al tener controlada prácticamente la pandemia.

Para poder analizar las diferentes clases de activos y nuestro posicionamiento en cada una de ellas, echemos un vistazo a su evolución a nivel global en lo que llevamos de año, y en noviembre en particular, al marcar lo que consideramos un punto de inflexión en el proceso de recuperación, que esperamos, se vaya anticipando y cotizando en los próximos trimestres. Vemos bastante improbable, en el contexto actual, volver a situaciones similares a las vividas en el segundo trimestre del año.

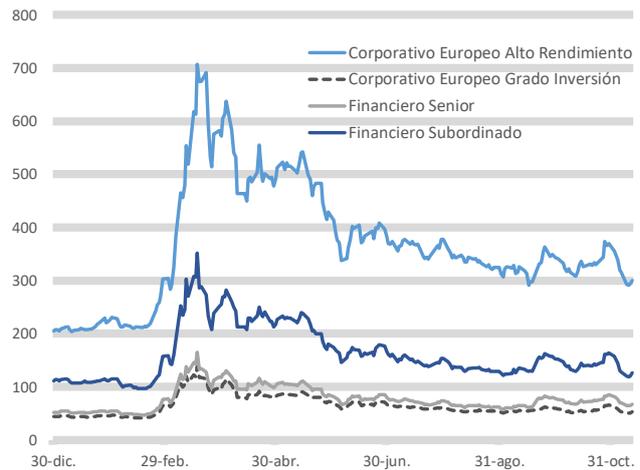


Fuente Bloomberg y elaboración propia. Datos en moneda

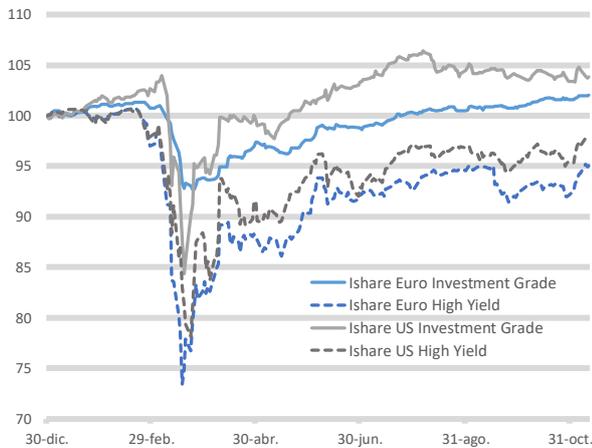
En cuanto a los diferentes activos de renta fija, comenzando por los tipos de interés de gobierno, podemos afirmar que parecen instalados en niveles bajos y así continuarán en el entorno actual debido a las políticas monetarias de los bancos centrales a nivel global. La rentabilidad de esta clase de activo en las economías desarrolladas, ha sido muy atractiva en lo que va de año, siendo un activo poco atractivo en el momento actual dentro de nuestra asignación de activos, salvo en oportunidades tácticas ocasionales.

Al igual que la renta fija de gobierno, la renta fija corporativa también ha continuado con el proceso de recuperación asociado al estrechamiento de spreads después del fuerte repunte del mes de marzo. Las compañías con balances saneados y menos apalancamiento han tenido un mejor comportamiento a lo largo de estos últimos meses, primando la calidad sobre los altos rendimientos, donde los bonos de la categoría "high yield" continúan cotizando con una prima de incertidumbre, asociada a la fase de recesión económica que conllevan un repunte de las tasas de default.

Gráfico 1: Diferenciales de Crédito mercado europeo



Como podemos apreciar en el **gráfico 1**, tras la ampliación de diferenciales del mes de marzo, el mercado europeo de bonos ha ido rebajando progresivamente, cotizando las intervenciones de los bancos centrales en los mercados de bonos. La media de bonos corporativos grado de inversión y los financieros senior y subordinados, prácticamente se encuentran en los niveles pre pandemia, son sólo los bonos de alto rendimiento los que cotizan en 100 p.b. por encima de los niveles de principios de año.

Gráfico 2: Activos de Renta Fija Euro y Usa (Ishare ETF)


En el **gráfico 2**, representamos la evolución del mercado de bonos a través de los ETF's de Ishare en Europa y Estados Unidos, tanto en rating grado de inversión como alto rendimiento. La evolución en precio de todas las series, muestran una clara recuperación en símbolo de nike, una primera parte rápida tras las bruscas caídas de marzo y una fase de consolidación positiva con un último impulso en noviembre.

Nuestro posicionamiento en renta fija para los diferentes perfiles de inversión, se centra en crédito corporativo global donde consideramos hay todavía potencial y un claro sustento en los Bancos Centrales.

Tras tomar un posicionamiento algo más defensivo en los meses estivales, hemos vuelto a rebajar nuestra exposición en activos monetarios y de renta fija más defensiva, en favor de inversión flexible tanto en mercados, incluyendo emergentes, como por tipología de activos, desde crédito a high yield, en este último activo, consideramos que las compañías y sectores que superen la crisis actual, tienen recorrido hasta los niveles de comienzo de este año.

Mantenemos una diversificación elevada geográficamente, con exposición a Estados Unidos, Europa y, en menor medida, gobiernos emergentes, donde los rendimientos justifican la compra de emisores gubernamentales. La tasa interna de retorno de nuestra cartera de renta fija es ligeramente superior al 3%, con una duración en torno a 3,5.



En cuanto a los activos de renta variable,

podemos decir que tras superar las elecciones americanas y conocer las noticias positivas de algunas compañías en la carrera por una vacuna exitosa, la probabilidad de haber dejado atrás lo peor es elevada. El continente europeo, que mostraba un comportamiento muy retrasado respecto al resto de áreas geográficas, ha conseguido recuperar parte del diferencial abierto, al mejorar las expectativas en sectores más ligados al ciclo económico y la expectativa de tener más cerca la salida de la pandemia, donde las bolsas europeas se encuentran más representadas.

Hay motivos para ser optimistas, existen 10 vacunas en fase III de ensayos, lo que significa estar ya en un punto con probabilidad elevada de éxito, incluso sin saber aún si llegarán a ser efectivas, ya están en fases iniciales de producción, lo que ayuda a acortar los tiempos y a pensar que en el primer semestre de 2021 podría comenzar su distribución.

La recuperación de los principales países en el motor económico global parece bastante factible una vez se solucione el frente sanitario, y esto será en parte, gracias a la óptima situación del flujo de crédito global, que en ningún momento se ha visto interrumpido por la gran actuación en tiempo y cuantía de las autoridades monetarias, a ello se unen los estímulos fiscales previsto para el periodo 2020-22 encaminados a reactivar la economía tras el shock de la pandemia.

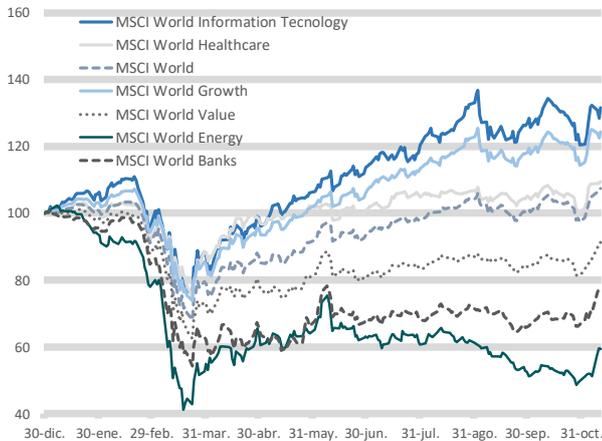
Grafico 3: Índices Renta Variable



En el **gráfico 3** podemos observar el mejor comportamiento de las bolsas europeas en términos relativos al resto del mundo, donde el movimiento ha conseguido situar a los índices en zona de máximos de los últimos seis meses.

En términos de estilos y sectores, también estamos asistiendo a un giro en las últimas semanas, probablemente algo ha tenido que ver las novedades positivas en el desarrollo de las vacunas, anticipando una vuelta progresiva a la normalidad.



Gráfico 4: Índices MSCI World estilos y sectores


Tal y como se muestra en el gráfico 4, el impulso de los índices en las últimas semanas, se soporta en la recuperación de los sectores más afectados por la pandemia, financiero, energía, industrial, materias primas, etc. sectores que han sufrido de una forma más acusada la parálisis económica de los últimos meses.

Aún queda mucho recorrido en las valoraciones fuertemente castigadas, donde los supervivientes, saldrán reforzados para la próxima década.

“ Destacamos, por último, lo que consideramos cada vez más representa el interés en inversiones con una finalidad concreta en beneficio de la responsabilidad social, tales como proyectos de impacto, vehículos de inversión en microfinanzas, desarrollo sostenible, bonos verdes, energías renovables, así como inversiones alternativas para combinar con las inversiones tradicionales dentro de una cartera bien diversificada.

Nuestro posicionamiento actual en activos de renta variable es de cierta sobreponderación dentro de los límites definidos en cada perfil de riesgo, la cual estamos encarando de forma progresiva, intentando anticiparnos a los próximos movimientos del mercado.

Tras la consolidación de aquellos sectores que iniciaron la recuperación tras los mínimos de marzo, hemos visto, en los comienzos del último cuatrimestre, oportunidades en diferentes sectores y países. Por una parte, Europa ha comenzado a tener peso específico dentro de nuestro asset, buscando compañías de calidad bien posicionadas ante un entorno aún complicado, también lo tiene progresivamente los países emergentes, principalmente Asia, como economía adelantada en términos de recuperación. Ambas zonas creemos que adicionalmente van a gozar de un buen momentum tras las elecciones americanas.

En términos sectoriales, no abandonamos nuestra exposición en tendencias digitales, de salud y transformación energética, pero también estamos dando cabida a sectores industriales, asegurador/financiero y consumo, recuperando exposición a sectores con mayor castigo y potencial para los próximos meses, anticipando en término financieros la mejora en la economía real que esperamos para mediados del 2021.

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, www.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.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.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.