



Estrategia de Inversión 2023: El triunvirato Servicios, Paro y Márgenes empresariales

Jaume Puig. CEO & CIO GVC Gaesco Gestión



20 de abril 2023

1) CINCO Conclusiones agregadas de las reuniones mantenidas con empresas cotizadas

Hemos mantenido 97 reuniones con empresas cotizadas, de 11 países, en 2023 YTD. En 2022 hicimos 222 reuniones

- I. **Las ventas y los pedidos siguen muy fuertes, fruto de la reactivación pospandémica**

2) El PIB mundial de 2021 superó ya al del 2019 ¿y las perspectivas para 2023 y siguientes?

Últimas Proyecciones económicas del Fondo Monetario Internacional. Abril 2023. ¿Bienes o servicios?

Proyecciones FMI octubre 22



Proyecciones FMI abril 23

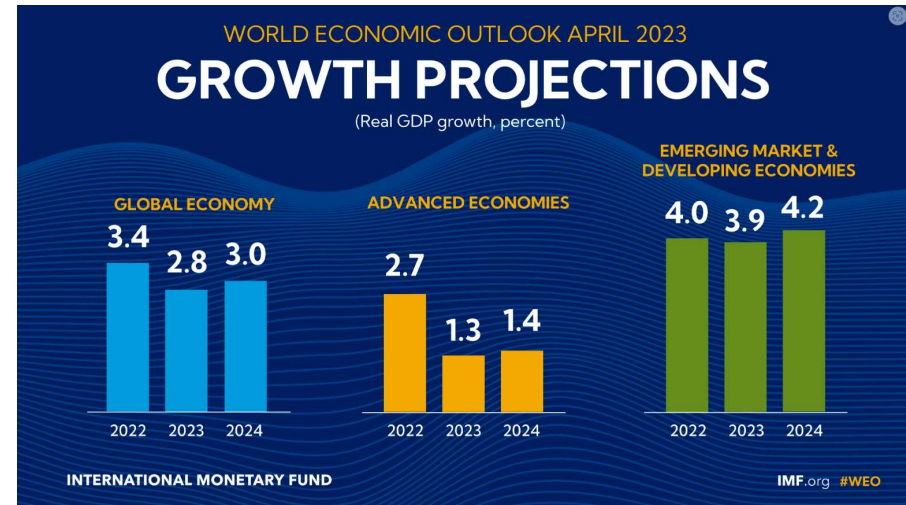


Fig. 3: US Private Consumption Expenditure: Goods

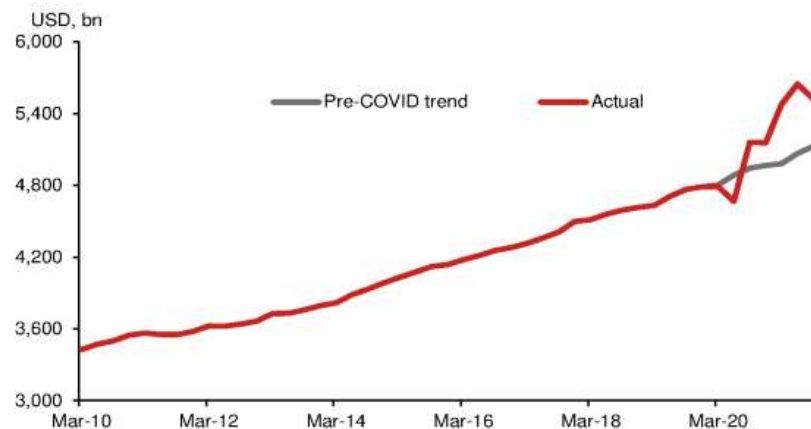
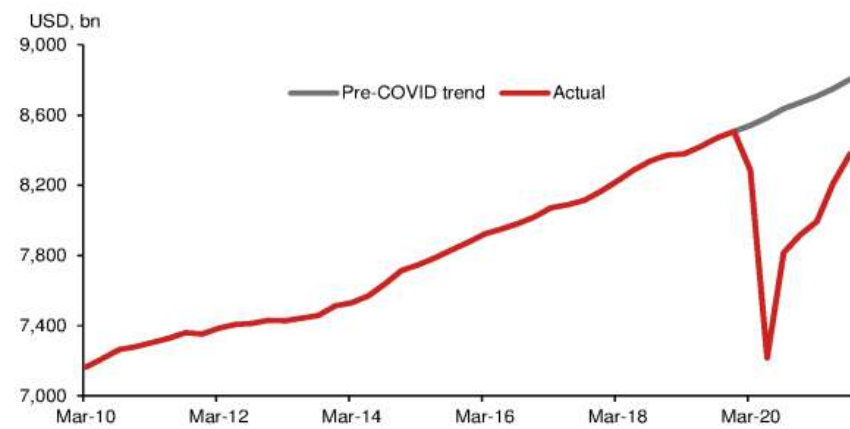


Fig. 4: US Private Consumption Expenditure: Services



3) GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI : WTTC Summit 2002

– Riyadh – Arabia Saudí. Resumen en cuatro fotos



Anthony G. Capuano
CEO de Marriott

“No me sorprende la recuperación tan rápida del turismo, ya que viajar forma parte de la naturaleza humana”



Christofer J. Nasseta
CEO de Hilton

“Después de la pandemia la gente querrá viajar más que nunca anteriormente”



H.E. Eng. Khalid bin Abdulaziz
Al-Falih
Minister of Investment, The Kingdom of
Saudi Arabia

Ex CEO de Aramco

“El turismo es el nuevo oro negro”

“Invertiremos en turismo 6 trillones de USD hasta 2030”



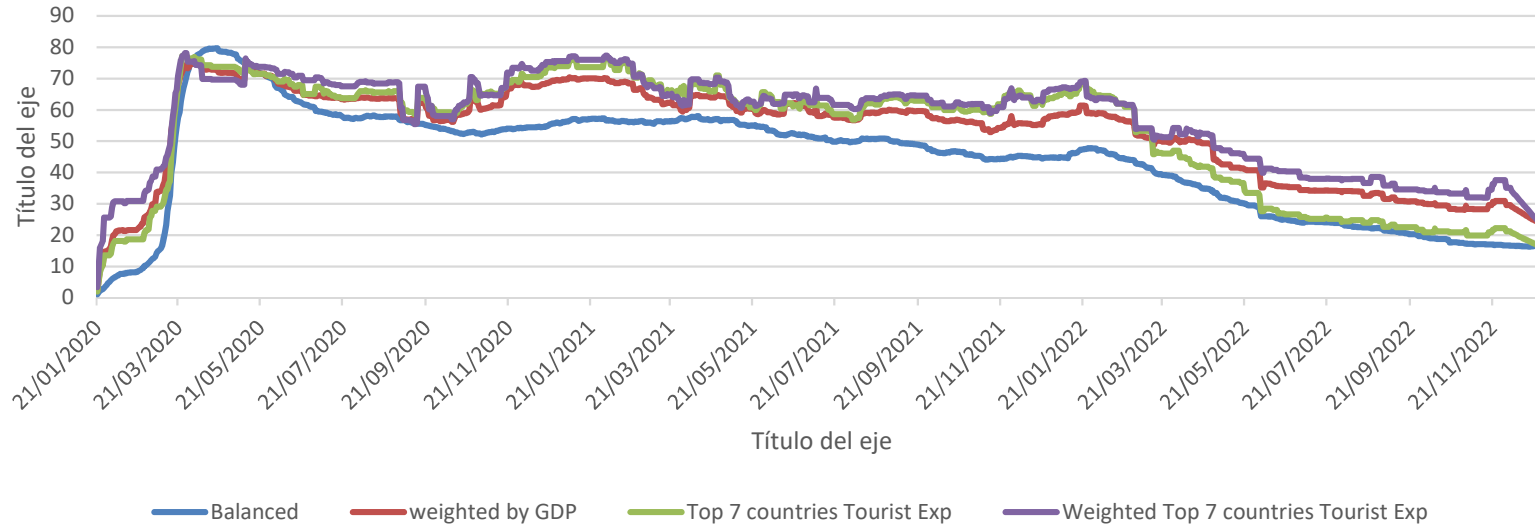
Arnold Donald
Ex CEO de Carnival
Vicepresidente Carnival
Presidente WTTC

Sin palabras...

4) Nivel de restricciones por Covid-19 en el mundo. Actualizado a 31/12/22

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

Nivel Restricciones Gubernamentales por Covid-19 en el mundo



Restric x Covid	China	EEUU	Alemania	UK	Francia	Australia	Canadá	Media S. Top 7 Ex. Turis.	Media S. Mundo
Mayo 2020	81,9	72,7	59,7	69,4	75,0	63,4	70,8	70,4	69,5
Agosto 2020	78,2	67,1	59,7	66,2	48,2	75,5	67,1	66,0	57,6
Agosto 2021	76,4	57,9	60,2	44,0	66,7	71,8	69,9	63,8	50,2
Diciembre 2021	79,2	50,5	84,3	48,6	72,2	40,3	74,5	64,2	44,8
Septiembre 2022	69,9	25,9	14,8	5,6	11,1	11,1	13,9	21,8	19,7
Diciembre 2022	30,3	28,7	14,8	5,6	11,1	11,1	5,6	15,3	16,2

Theresa May lo admitió en público:

“Verano 2021 Inexplicable”

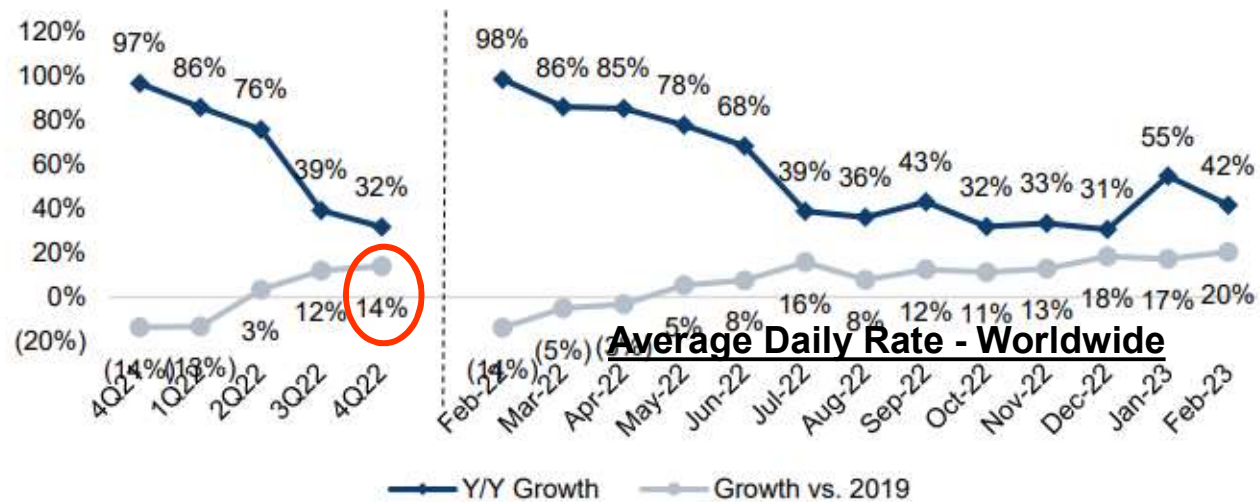
Esperábamos la reapertura de China entre octubre 2022 y marzo 2023: Al final ha sido enero 2023

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Oxford Covid-19 Government Response Stringency Index

5) 4T22: Más gasto en hoteles que en 4T19

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

Exhibit 3 - GBV Growth - Worldwide



GBV	4T22 vs 4T19
Norte Am.	+17%
Europe	+17%
Latin Am.	+24%
APAC	-11%
OM&Afric	+27%

6) 4T22: Más gasto en hoteles que en 4T19. ... menos noches por reserva, pero más caras

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

Room Night Growth - Worldwide

Exhibit 9 - Room-Night Growth - Worldwide

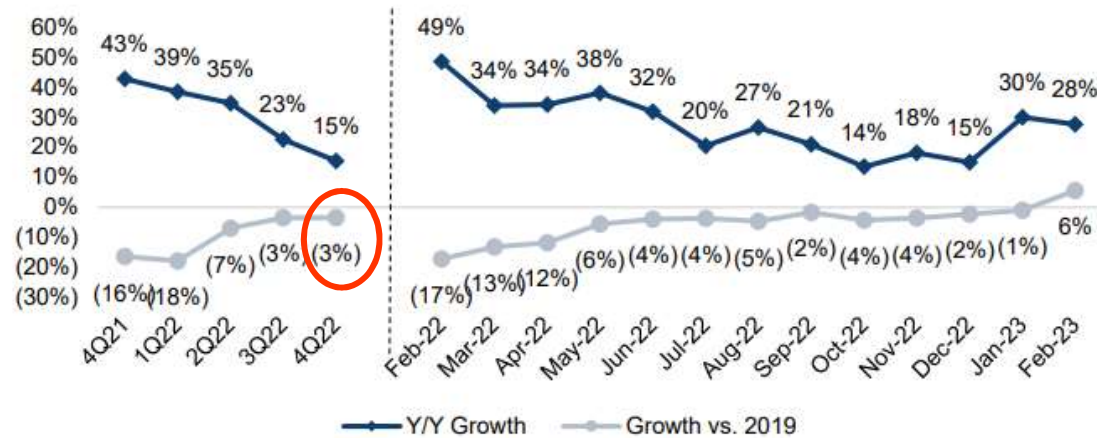


Exhibit 15 - ADR Growth - Worldwide



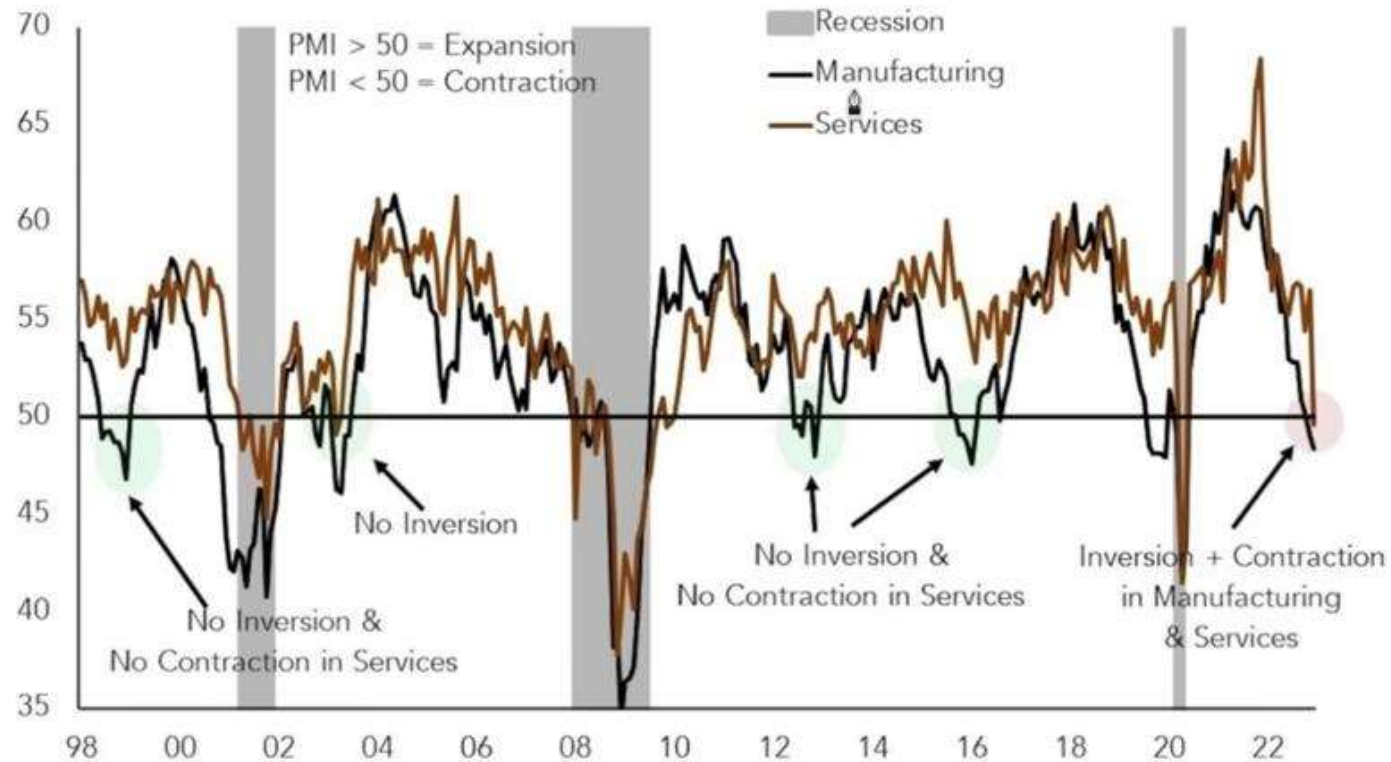
Room Night	4T22 vs 4T19
Norte Am.	+1%
Europe	-2%
Latin Am.	+1%
APAC	-10%
OM&Afric	+4%

ADR	4T22 Vs 4T19
Norte Am.	+12%
Europe	+19%
Latin Am.	+37%
APAC	-1%
OM&Afric	+39%

7) ¿Dónde está la recesión esperada para septiembre 2022?

No hay recesión sin contracción de los servicios

The ISM Manufacturing and Services PMIs



Dates: 1998 Through 2022

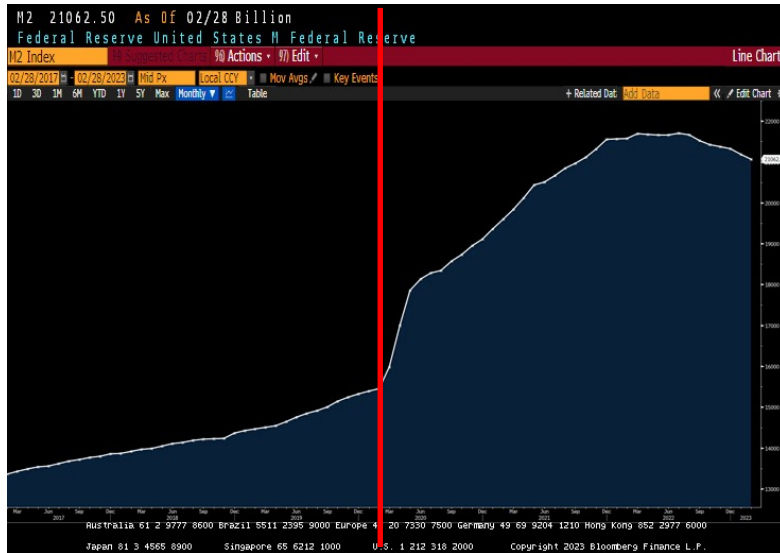
Source: Institute for Supply Chain Management, National Bureau of Economic Research, Game of Trades.

¿Dónde está la recesión pronosticada, a bombo y platillo, para septiembre 2022?

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

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

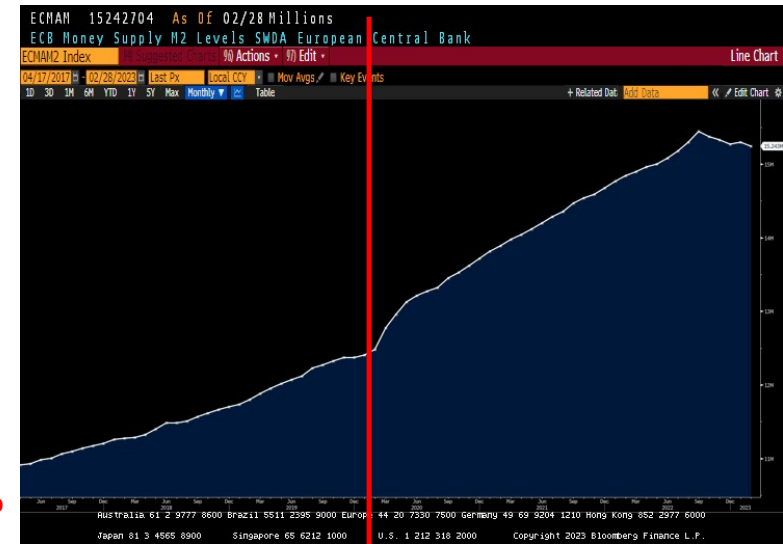
Se ha producido un fuerte incremento de la oferta monetaria tras la aparición de la Covid...



EEUU:
+37,5%

Incremento M2
Dic/19
a Feb/23

Zona Euro:
+23,2%



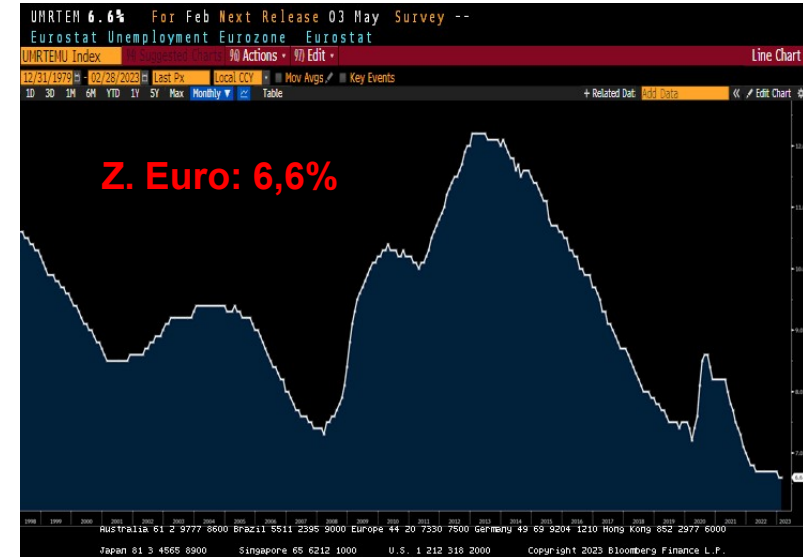
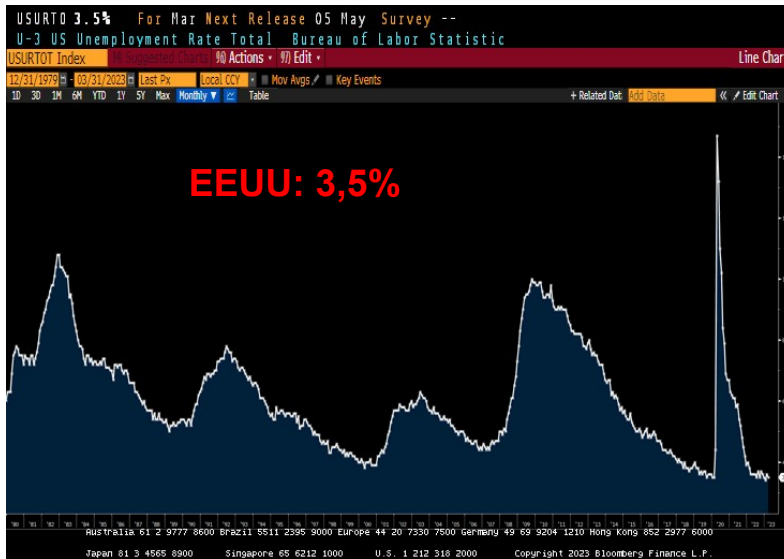
Fecha	Depósitos a la vista y a plazo Hogares españoles (mm euros)	Variación (mm euros)	% Aumento
Diciembre 2019	834,9	---	
Diciembre 2020	900,4	+65,5	+7,8%
Diciembre 2021	942,4	+42,0	+4,7%
Diciembre 2022	984,9	+42,5	+4,5%

Decir que el actual fuerte consumo es a costa del ahorro pandémico es una falacia económica

9) Las tasas de paro permanecen muy bajas, en mínimos históricos

Tasa de paro en EEUU, en la Zona Euro, y en el conjunto de países avanzados. Desde 12/1979 hasta actualidad

✓ Con una tasa de paro muy baja, en mínimos históricos



La expectativa del empleo es determinante para el consumo

Andorra, Australia, Austria, Belgium, Canada, Cyprus, Czech Republic, Denmark, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Hong Kong SAR, Iceland, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, Republic of, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Macao SAR, Malta, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Puerto Rico, San Marino, Singapore, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Sweden, Switzerland, Taiwan Province of China, United Kingdom, United States

10) CINCO Conclusiones agregadas de las reuniones mantenidas con empresas cotizadas

Hemos mantenido 97 reuniones con empresas cotizadas, de 11 países, en 2023 YTD. En 2022 hicimos 222 reuniones

- I. Las ventas y los pedidos siguen muy fuertes, fruto de la **reactivación pospandémica**
- II. **La principal preocupación de las empresas, durante todo 2022 fue la de poder servir sus pedidos. Traslado del centro de gravedad desde la Dirección Comercial a la Dirección Operativa. En 2023 la mayor normalidad operativa tendrá traslación positiva en los márgenes empresariales**

11) Normalización de las cadenas de suministros

Los precios del transporte de los “Containers” como síntoma de normalización de las cadenas de suministros



Precio del transporte de los Containers grandes, de Shanghai a Barcelona.

**De los 1.500/
2.000
prepandémicos**

**A 12.000/
13.000**

**Puntualmente a
16.000**

**A los 2.400
actuales**

12) CINCO Conclusiones agregadas de las reuniones mantenidas con empresas cotizadas

Hemos mantenido 97 reuniones con empresas cotizadas, de 11 países, en 2023. En 2022 hicimos 222 reuniones

- I. Las ventas y los pedidos siguen muy fuertes, fruto de la **reactivación pospandémica**
- II. La principal preocupación de las empresas, durante todo 2022 fue la de poder servir sus pedidos. Traslado del centro de gravedad desde la Dirección Comercial a la Dirección Operativa. **En 2023 la mayor normalidad operativa tendrá traslación positiva en los márgenes empresariales**
- III. **Las empresas han mantenido unos inventarios superiores a los habituales, dado que querían evitar perder ventas por falta de materia prima. Justo ahora están volviendo el “Just in time”, aunque de forma muy paulatina. No en 2023: 2024**

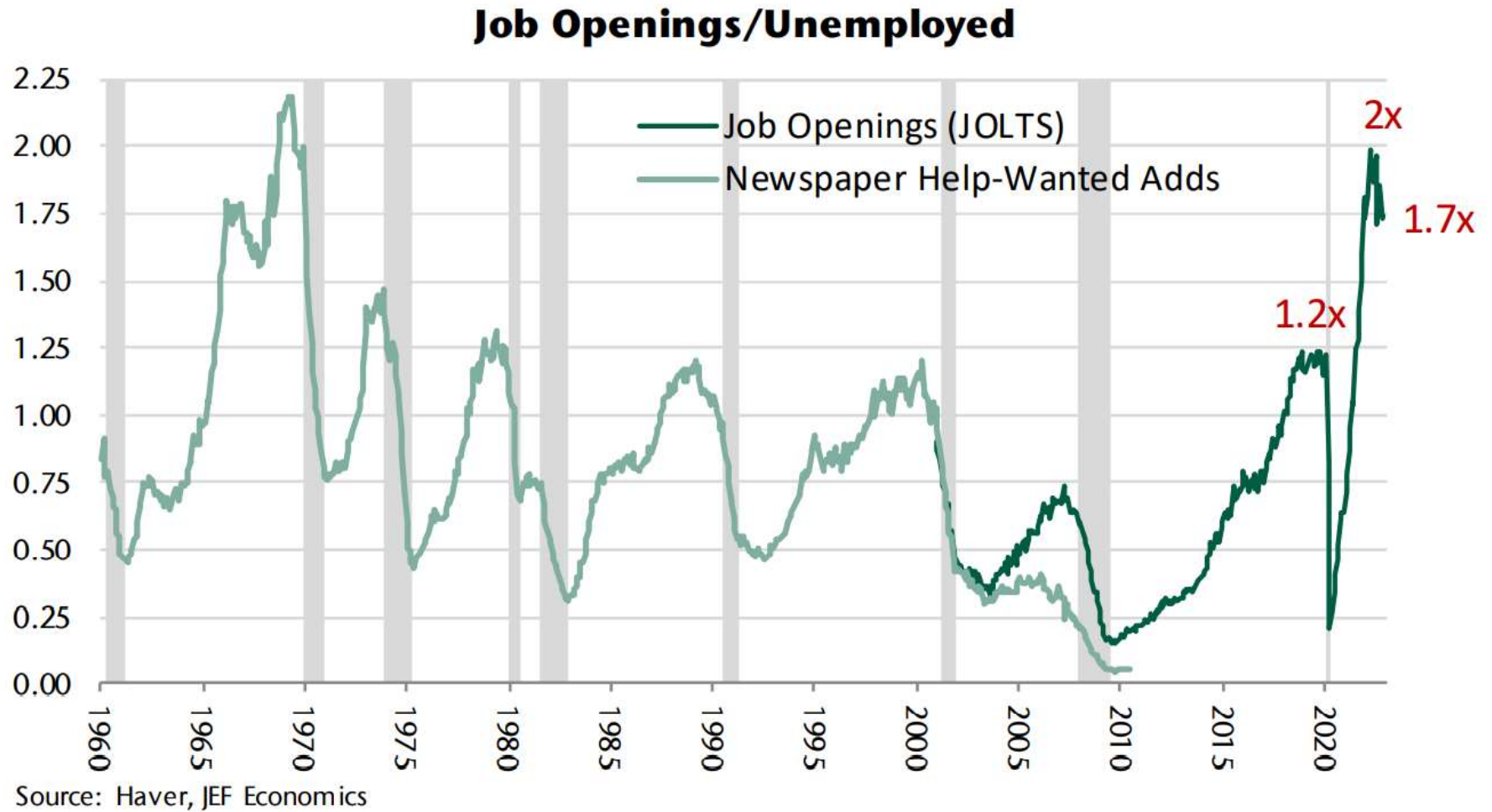
13) CINCO Conclusiones agregadas de las reuniones mantenidas con empresas cotizadas

Hemos mantenido 97 reuniones con empresas cotizadas, en 11 países, en 2023. En 2022 hicimos 222 reuniones

- I. Las ventas y los pedidos siguen muy fuertes, fruto de la **reactivación pospandémica**
- II. La principal preocupación de las empresas, durante todo 2022 fue la de poder servir sus pedidos. Traslado del centro de gravedad desde la Dirección Comercial a la Dirección Operativa. **En 2023 la mayor normalidad operativa tendrá traslación positiva en los márgenes empresariales**
- III. Las empresas han mantenido unos **inventarios superiores a los habituales**, dado que querían evitar perder ventas por falta de materia prima. Justo ahora están volviendo el “Just in time”, aunque de forma muy paulatina. No en 2023: 2024
- IV. Escasez de personal generalizada. Mayores salarios y mayores rotaciones de empleados a la vista.** Existen pocas excepciones

14) Empleos creados por cada nuevo desempleado en EEUU

EEUU: No había sido mejor desde los años 60s.



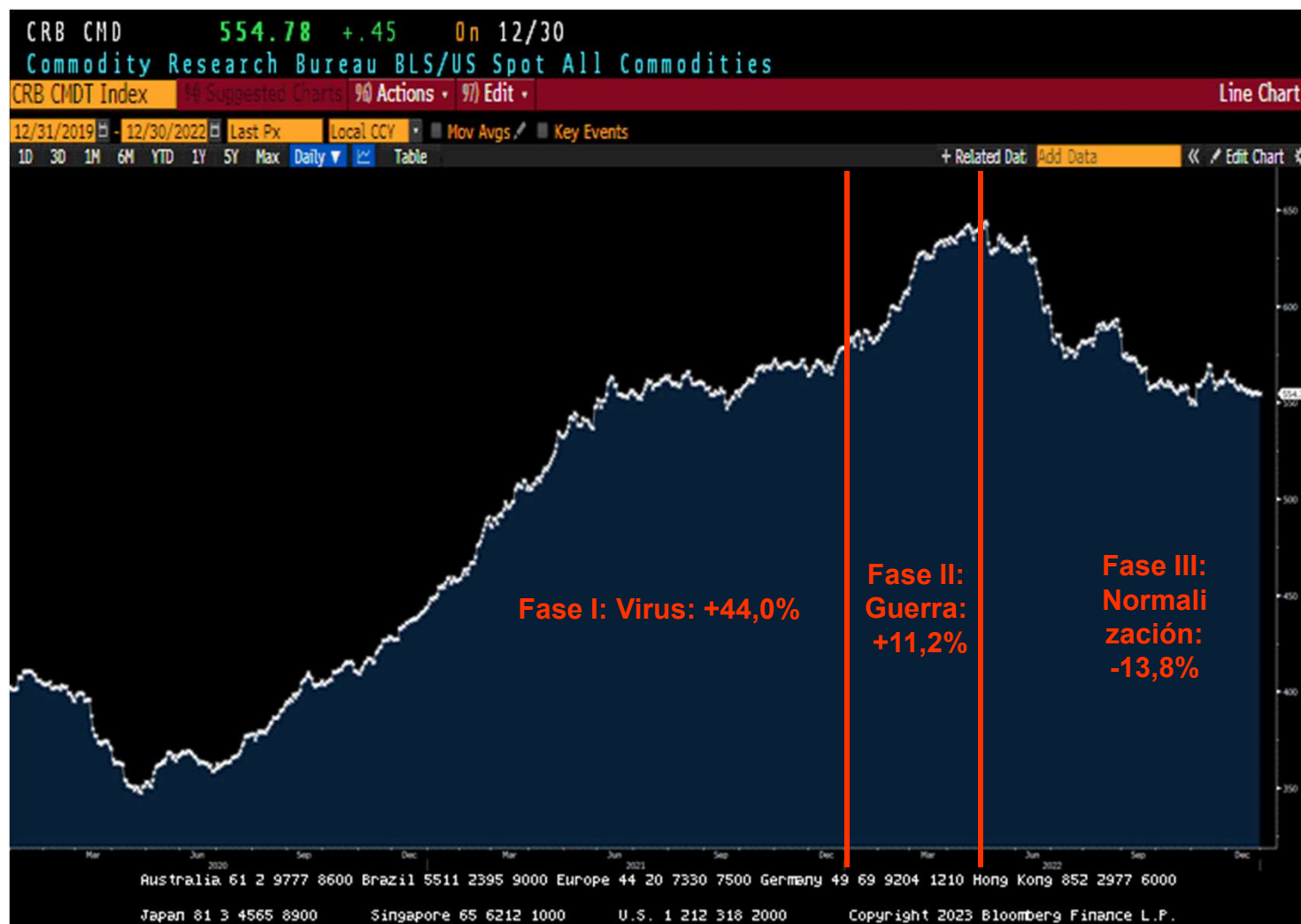
15) CINCO Conclusiones agregadas de las reuniones mantenidas con empresas cotizadas

Hemos mantenido 97 reuniones con empresas cotizadas, en 11 países, en 2023. En 2022 hicimos 222 reuniones

- I. Las ventas y los pedidos siguen muy fuertes, fruto de la **reactivación pospandémica**
- II. La principal preocupación de las empresas, durante todo 2022 fue la de poder servir sus pedidos. Traslado del centro de gravedad desde la Dirección Comercial a la Dirección Operativa. **En 2023 la mayor normalidad operativa tendrá traslación positiva en los márgenes empresariales.**
- III. Las empresas han mantenido unos **inventarios superiores a los habituales**, dado que querían evitar perder ventas por falta de materia prima. Justo ahora están volviendo el “Just in time”, aunque de forma muy paulatina. No en 2023: 2024.
- IV. Escasez de personal generalizada. **Mayores salarios y mayores rotaciones de empleados a la vista.** Existen pocas excepciones
- V. **Las empresas defienden bien sus márgenes:** Los descensos habidos en los precios de las materias primas, los costes energéticos y los transportes no se reflejan en los precios de venta. **¿Visibilidad hasta 3T23 incluido?**

16) Precios de las materias primas: Índice General CRB spot all commodities

Evolución de los precios de las materias primas desde antes de la pandemia hasta la actualidad: tres fases



La Guerra de Ucrania:

Un último empujón ... que se ha perdido del todo

CRB:

12/19: 401,58

12/21: 578,31

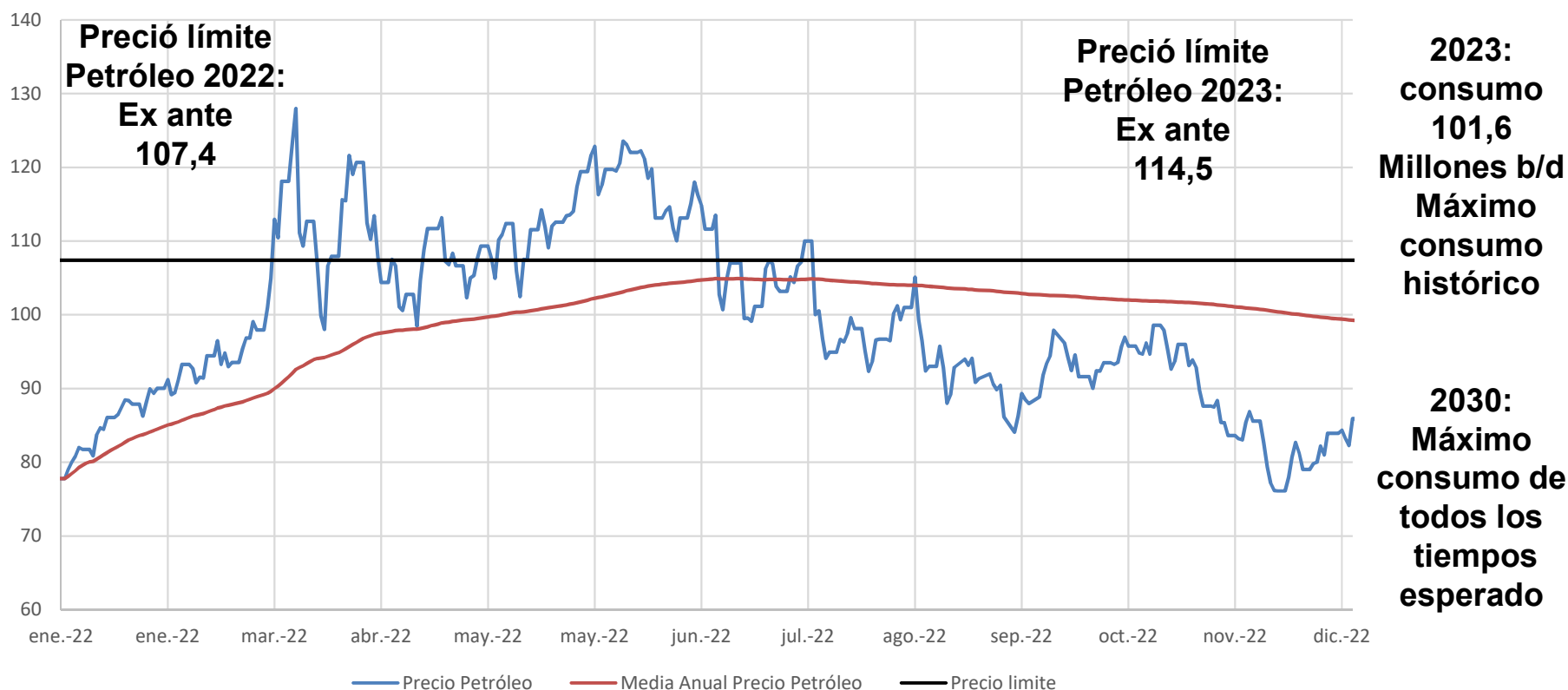
4/22: 643,29

12/22: 554,78

12/22 < 12/21

17) El precio del Petróleo

Precio del Petróleo comparado con su media anual: Límite no superado

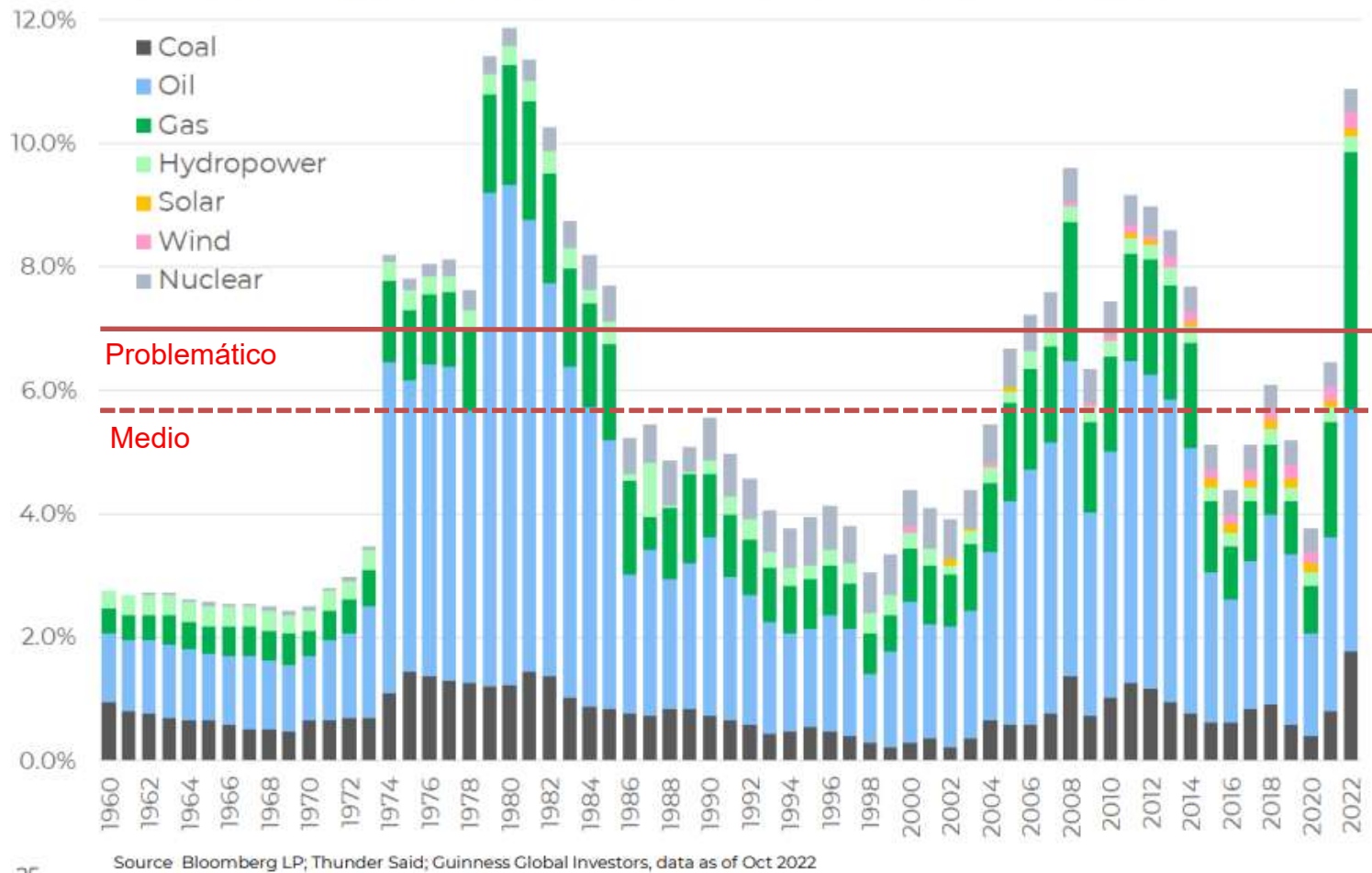


- ✓ **El precio medio anual del petróleo no ha llegado a superar el nivel problemático... si bien lo ha rozado**
- ✓ **Con los beneficios netos obtenidos en 2022 Aramco podría comprar, de un solo golpe, a Santander, BBVA, CaixaBank, Telefónica, y Repsol.**
- ✓ **Precio del petróleo a partir del cual se cumplen los presupuestos de países productores: 70 usd/b.**

18) La factura del petróleo puede pagarse, pero, y ¿la factura energética global?

La factura energética mundial ha sido muy elevada en 2022

The world primary energy 'bill' as a percentage of world GDP



La factura energética mundial supone hoy alrededor del 11% del PIB.

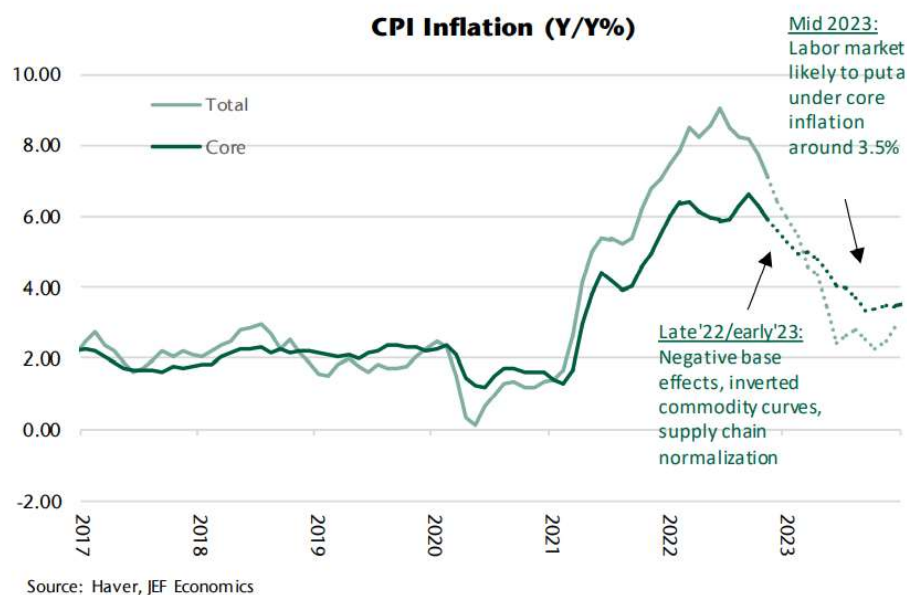
Para ser dañino debería ser duradero en el tiempo.

En los 70s, hubo 12 años seguidos con facturas energéticas entre el 7% y el 12% del PIB

1960 a 2022	% años
0% a 4%	33,3%
4% a 6%	27,0%
6% a 8%	17,5%
8% a 10%	14,3%
10% a 12%	7,9%

19) Expectativas del comportamiento futuro de la tasa de inflación

Una pauta probable de comportamiento



G8 + Z. Euro + España	Més IPC Máximo	IPC Máximo	IPC Último	Dif. s/ Máximo
R.Unido	Octubre/22	11,1%	10,4%	-0,7%
Francia	Octubre/22	6,2%	5,7%	-0,5%
Alemania	Octubre/22	8,8%	7,4%	-1,4%
EEUU	Junio/22	9,1%	5,0%	-4,1%
Japón	Enero/23	4,3%	3,3%	-1,0%
Italia	Octubre/22	12,6%	8,1%	-4,5%
Canadá	Junio/22	8,1%	5,2%	-2,9%
Z. Euro	Octubre/22	10,6%	6,9%	-3,7%
España	Julio/22	10,8%	3,3%	-7,5%

Motivos del descenso esperado de inflación:

- ✓ Descenso del precio de las materias primas
- ✓ Acción concertada de los bancos centrales
- ✓ Normalización de inventarios
- ✓ Rapidez subida tipos hipotecarios
- ✓ Efecto base
- ✓ Acciones presupuestarias
- ✓ “Breakeven inflation rates” 5 Años:
 - UK: 3,64%
 - Alemania: 3,11%
 - Estados Unidos: 2,42%

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

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

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

Más vale tarde que nunca...



- ✓ Etapa I, Negociación: Hasta noviembre 2021
- ✓ Etapa II, Cambio paulatino de opinión: De noviembre 21 a septiembre 22
- ✓ Etapa III, Decisión firme concertada: A partir de septiembre 22, con incorporación BCE

21) ¿Cuándo harán máximo los tipos de interés?

La Renta Fija entra en pérdidas ciertas, que son mayores a mayor duración de la renta fija. Caso extremo, bono a 100 años

Máximos previstos	AÑO
Tasas de inflación	2022
Tasas de inflación subyacente	US:2022 / Z.EUR: 2023
Tipos hipotecarios	US:2022 / Z.EUR: 2023
Tipos oficiales corto plazo	2023
Tipos de largo plazo	2024

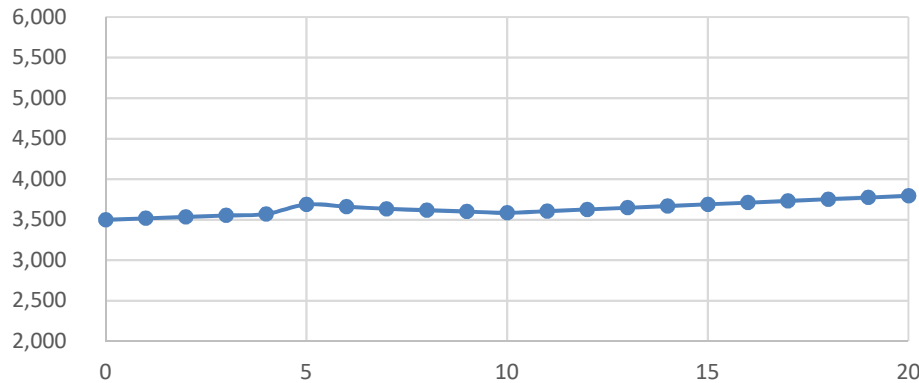


22) ¿Y los tipos de interés largos?

Combinamos la expectativa de los tipos de interés cortos con los actuales tipos de interés largos de mercado

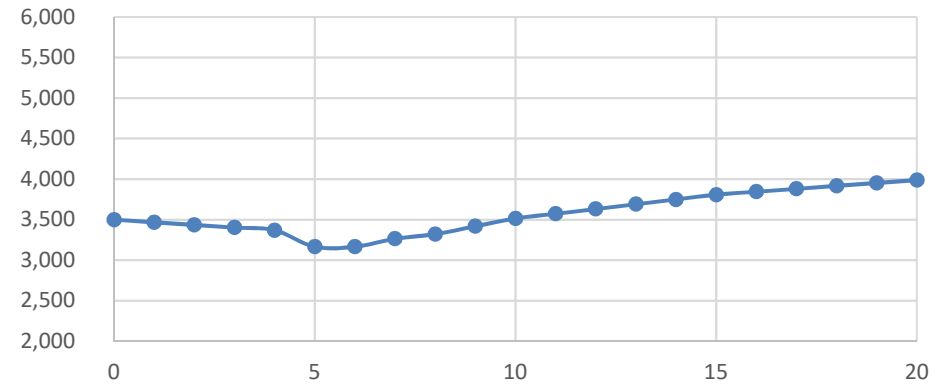
Curva de tipos EEUU:

Tipos cortos esperados tras ida (al TR) y vuelta,
Tipos largos mercado



Curva de tipos España

Tipos cortos esperados tras ida (al TR) y vuelta,
Tipos largos mercado



Si los tipos cortos se sitúan donde esperamos... la curva de tipos quedará plana

En una curva plana se compran los plazos cortos: Misma rentabilidad y menor riesgo de duración

Luego, los tipos largos deberán subir para compensar el riesgo

¿Cuánto deberían subir los tipos largos?

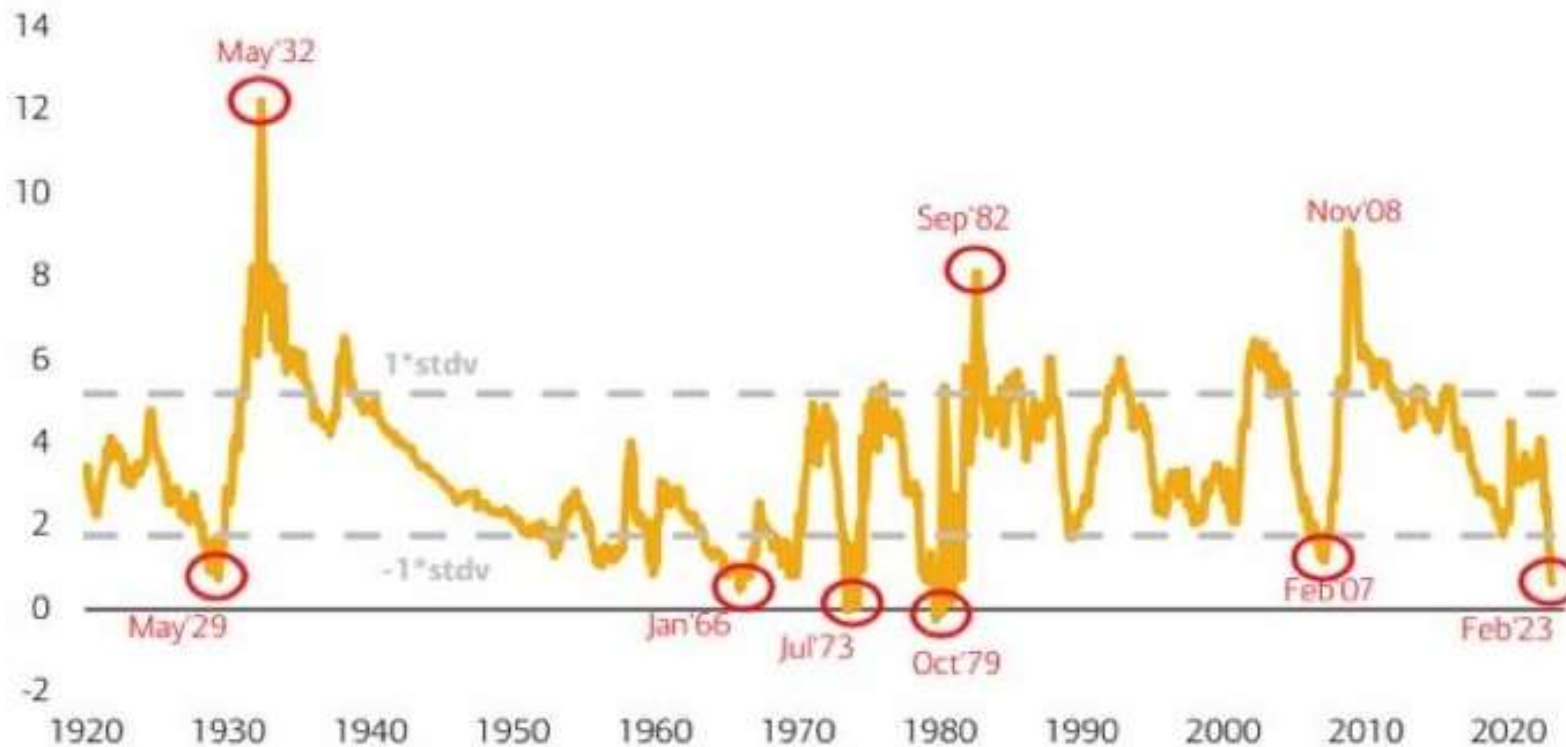
Prima histórica Government Bonds vs Treasury Bills: 200 pb

23) ¿Y los spreads?

Es momento de comprar “gobiernos”

Chart 2: Here's a sign of Greed

Spread between US BBB-rated corporate bond yield and 90-day US Treasury bill yield (%)

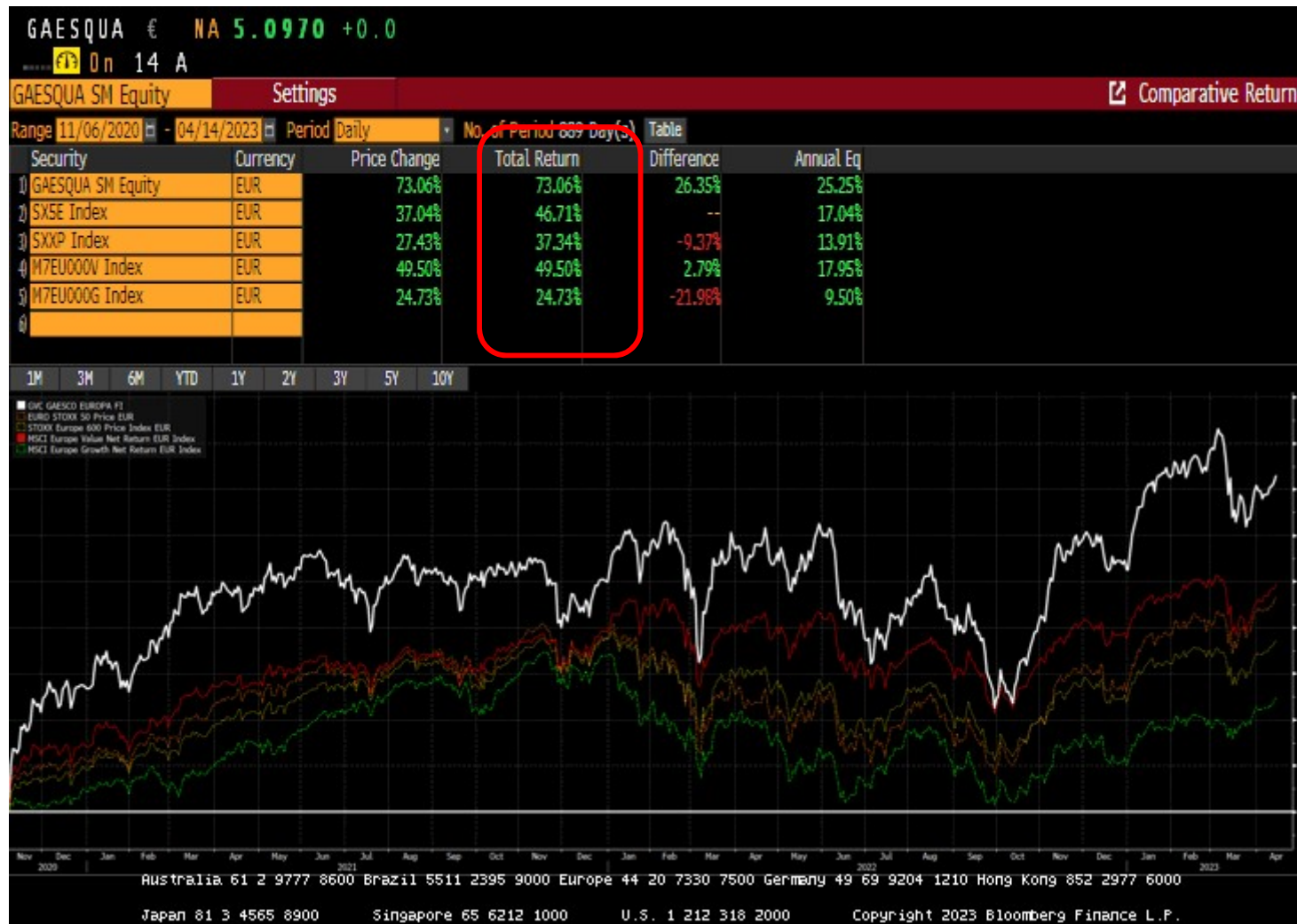


Source: BofA Global Investment Strategy, GFD Finaeon. Moody's Corporate BAA Yield.

BofA GLOBAL RESEARCH

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

¿Cómo se comportan los fondos Value en las fases Value? GVC Gaesco Europa, FI



Desde que se inició la fase Value, el 9/Nov/20

El fondo GVC Gaesco Europa ha obtenido una rentabilidad neta del +73,1%

El MSCI Europe Value del +49,5%

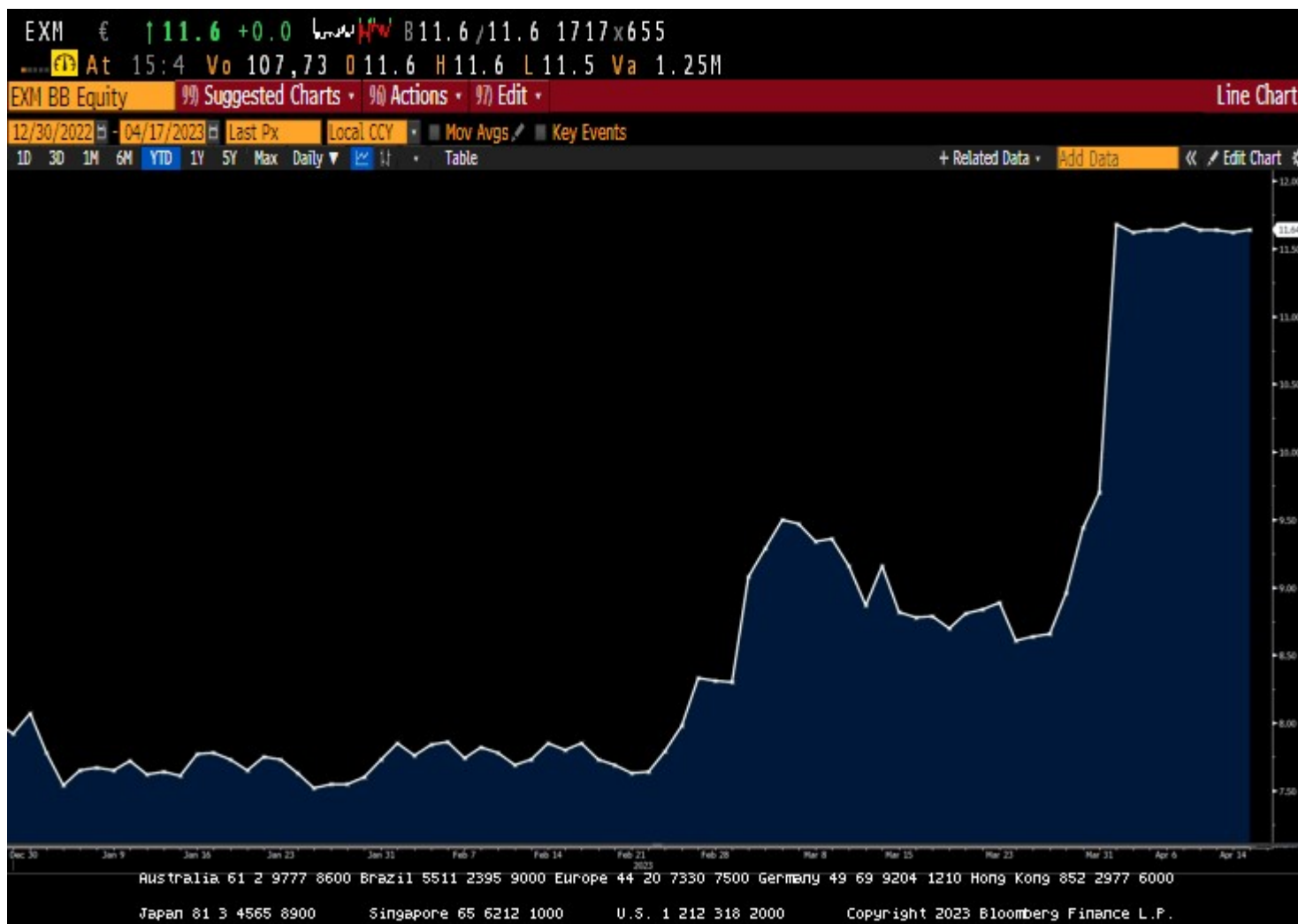
El Eurostoxx del +46,7%

El Stoxx 600 del +37,3%

El MSCI Europe Growth del +24,7%

25) OPA a EXMAR. Abril 2023

Fondo GVC Gaesco Small Caps: **Trigésimo Quinta Opa en 21 años.**



Prima:

+24,74%
s/ último precio

+ 52,78% s/ precio
31/12/22

Opante:
Familia Saveris
Accionista de
control (49%)

Acudimos a la
OPA

26) Estrategia de Inversión 2023

Estrategias aplicadas a nuestra gestión de inversiones para 2023.

- a) **Evitar las duraciones altas hasta que la subida de tipos de interés se haya estabilizado**
 - I. **En Renta fija: No comprar vencimientos largos. No superiores a 1 año**
 - II. **En Renta variable: No comprar múltiples elevados: Evitar el “Growth”**
- b) **En Renta fija priorizar Gobiernos frente a Crédito. Spreads insuficientes**
- a) **No invertir en negocios de contador:** Aquellos que afrontan la inflación únicamente con subidas de precios y no de volúmenes
- b) **Invertir en “value”:** Sus descuentos de valoración actuales son ingentes a día de hoy y el entorno de tipos de interés les favorece
- c) **Invertir en países que han estado esperando largamente la inflación: Japón**
- d) **Invertir en aquellos sectores de actividad a los cuales la subida de tipos de interés les beneficia (seguros, banca, etc)**
- e) **Invertir en aquellos sectores de actividad inmersos en la recuperación pospandémica, muy especialmente el turismo. Constituye una oportunidad única.**
- f) **Volver a invertir en USD progresivamente:** Una vez el BCE se acopló ya al resto de bancos centrales en Sept22. Invertir de nuevo a medida que se vaya acercando a 1,15. ²⁷

Aviso Legal

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

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

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

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

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

GVC Gaesco Gestión no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Es posible que entre la información contenida en el presente documento existan datos o referencias basadas o que puedan basarse en cifras expresadas en una divisa distinta de la utilizada en el Estado Miembro de residencia de los destinatarios o receptores posibles del presente documento. En tales casos, es necesario advertir de forma general que cualquier posible cambio al alza o a la baja en el valor de la divisa utilizada como base de dichas cifras puede provocar directa o indirectamente alteraciones (incrementos o disminuciones) de los resultados de los instrumentos financieros y/o servicios de inversión a los que hace referencia la información contenida en el presente documento.

GVC Gaesco Gestión o cualquier otra entidad del Grupo GVC Gaesco, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

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