

COVID19: Análisis e impacto en la gestión de inversiones de las entidades sin ánimo de lucro

- COVID19: impacto sanitario, económico y financiero
- Buenas prácticas en la gestión de inversiones de entidades sin ánimo de lucro
- Reflexiones y oportunidades de esta crisis



Lunes 27 de abril a las 10:00h (1,5h)

75' exposición + 15' preguntas (chat o viva voz)



Streaming link:

Video: meet.google.com/hqv-wtth-jzx (copiar en el navegador)

Teléfono: +34.960.46.33.38 – 496451657#



Carlos Magán
Socio en Afi Inversiones
Globales, SGIC

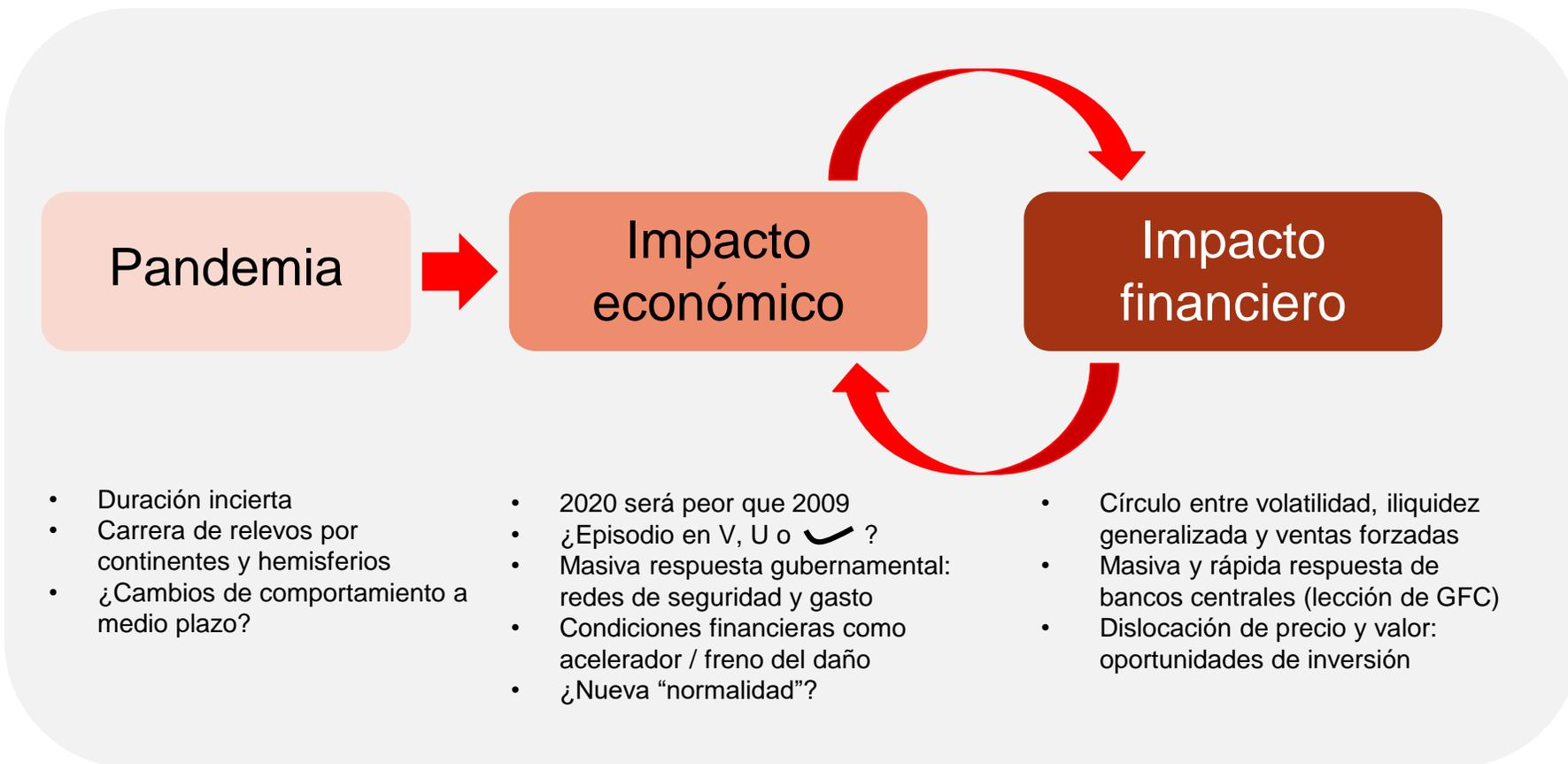


Claudia Antuña
Analista en Afi Inversiones
Globales, SGIC



1 | Ante la mayor recesión de la Historia

Círculos viciosos. Cortocircuitos. Duración incierta. Vuelta a ¿qué normalidad?



El COVID19 se ha extendido mucho más rápidamente de lo esperado...

Total Confirmed
2.710.238

Confirmed Cases by Country/Region/Sovereignty

869.172	US
213.024	Spain
189.973	Italy
159.466	France
153.129	Germany
139.246	United Kingdom
101.790	Turkey
87.026	Iran
83.884	China
62.773	Russia
50.036	Brazil
43.286	Canada
42.797	Belgium
35.921	Netherlands
28.496	Switzerland
23.502	India
22.353	Portugal
20.914	Peru



Cumulative Confirmed Cases | Active Cases | Incidence Rate | Case-Fatality Ratio | Testing Rate | Hospitalization Rate

Total Deaths

190.890

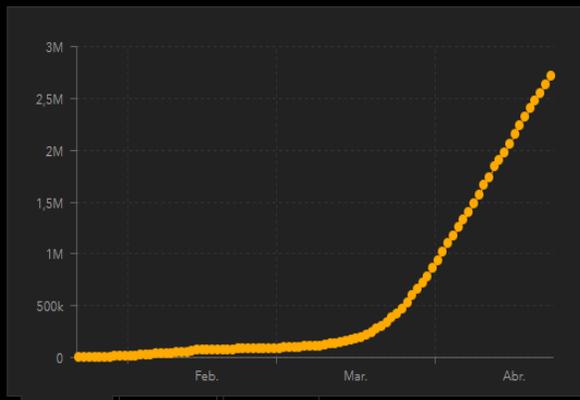
25,549	deaths	Italy
22,157	deaths	Spain
21,856	deaths	France
18,738	deaths	United Kingdom
16,388	deaths	New York City New York US
6,490	deaths	Belgium
5,575	deaths	Germany
5,481	deaths	Iran

Total Test Conducted in U.S.

4.684.300

695,920	tested	New York US
482,097	tested	California US
301,147	tested	Florida US
225,078	tested	Texas US
200,148	tested	New Jersey US
195,076	tested	Massachusetts US
178,708	tested	Pennsylvania US
173,316	tested	Illinois US
153,376	tested	

Deaths | Recovered | US Tested | US Hospitalization



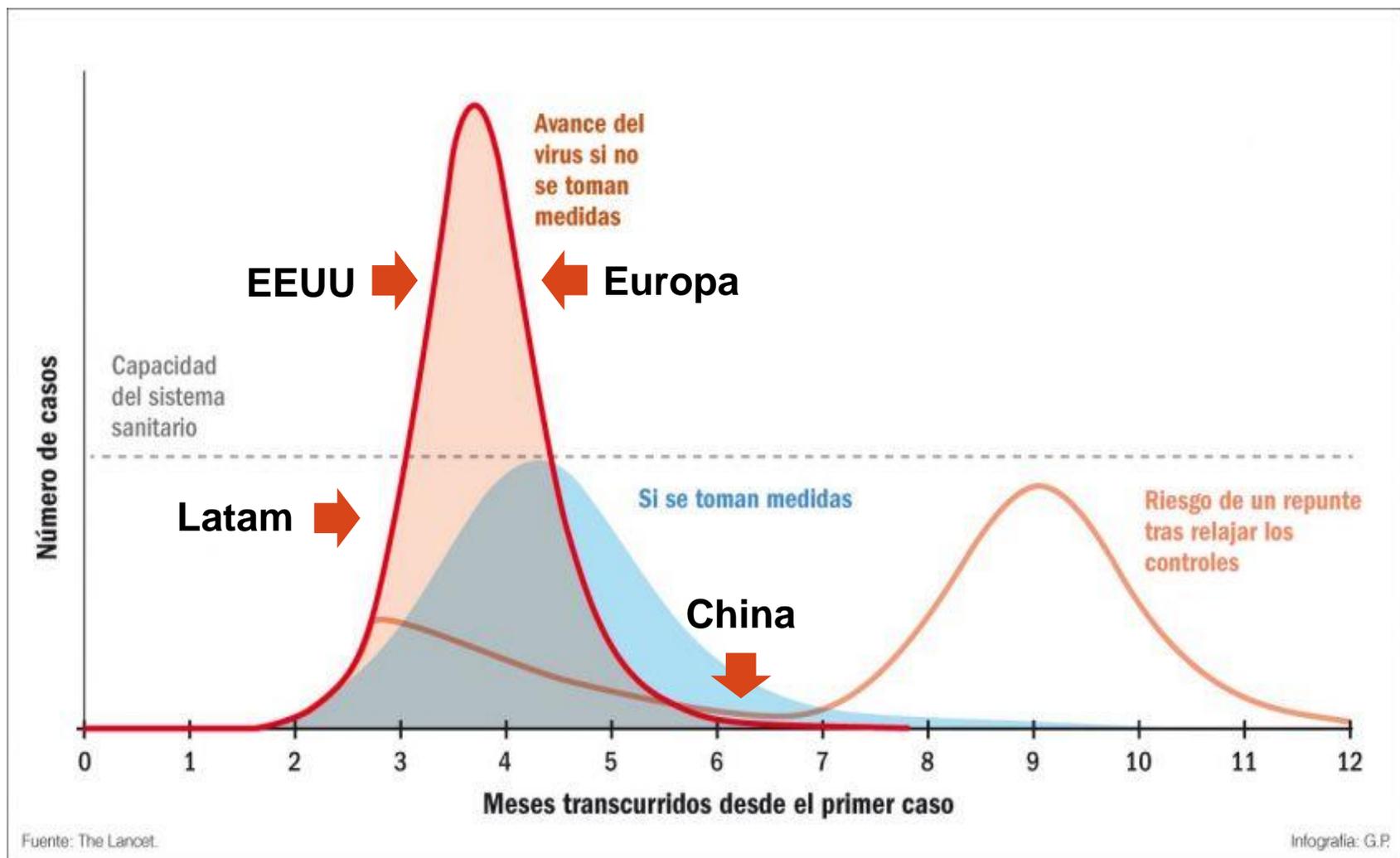
Last Updated at (M/D/YYYY)
4/24/2020 8:31:37 a. m.

185 countries/regions

Lancet Inf Dis Article: [Here](#). Mobile Version: [Here](#).
Lead by JHU CSSE. Automation Support: [Esri Living Atlas team](#) and [JHU APL](#). Contact [US](#). [FAQ](#).

Data sources: [WHO](#), [CDC](#), [ECDC](#), [NHC](#), [DXY](#), [1point3acres](#), [Worldometers.info](#), [BNO](#), the [COVID Tracking Project](#) (testing and hospitalizations), state and national government health departments, and local media reports. Read more in this [blog](#).

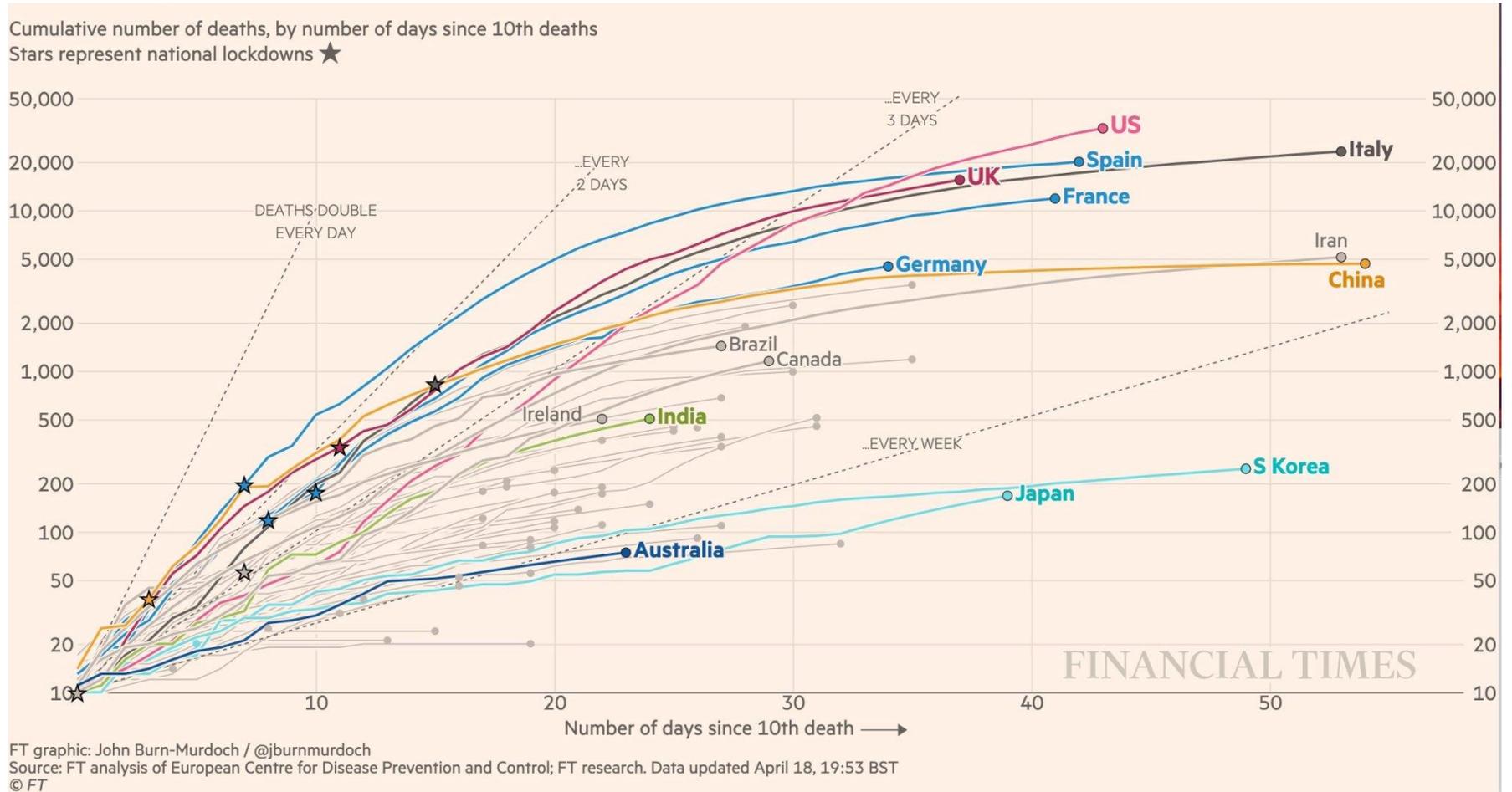
... y se ha impuesto, aunque con retraso, la estrategia “aplanar la curva”...



Fuente: The Lancet.

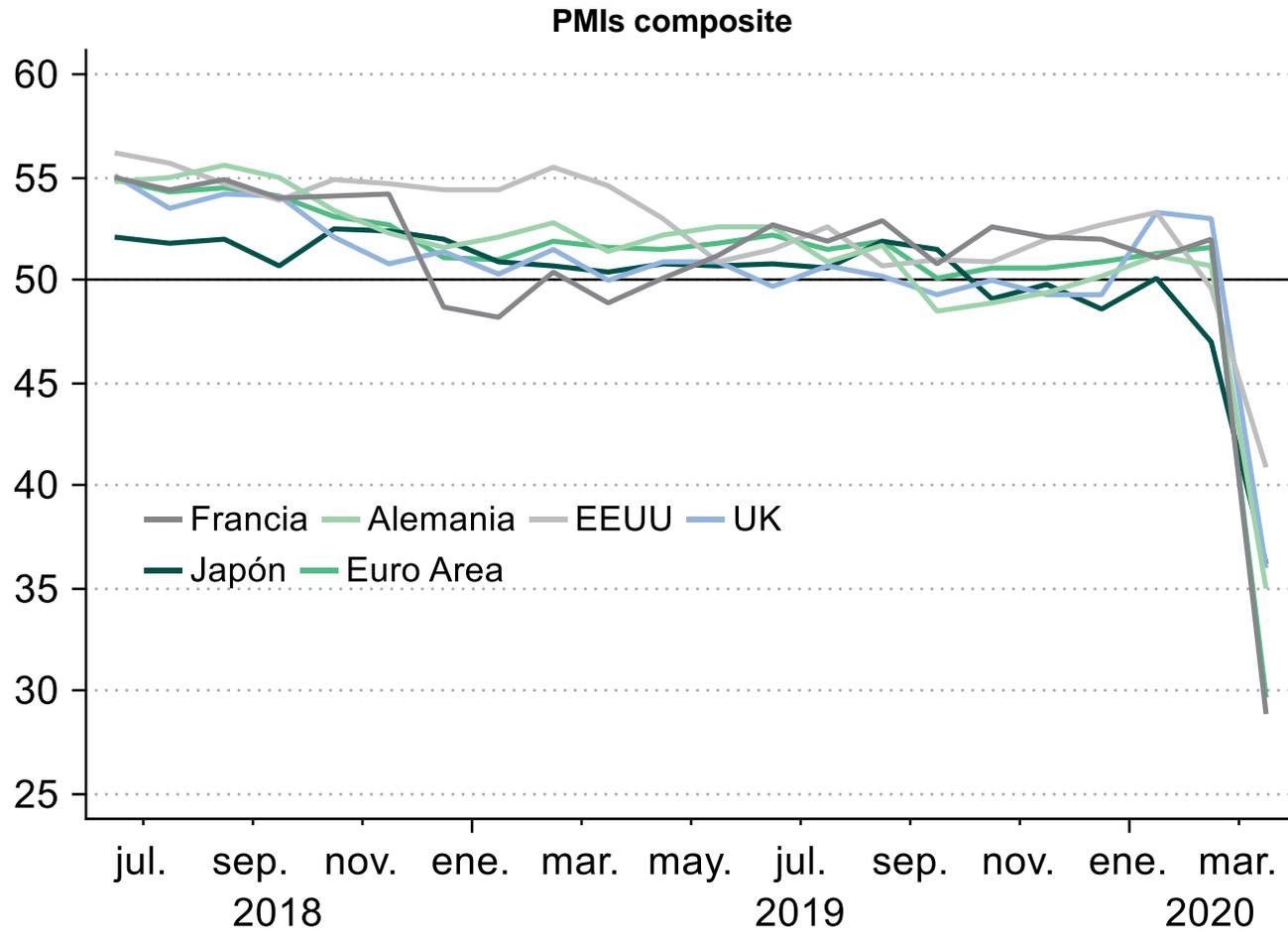
Infografía: G.P.

... y parece que se está consiguiendo



<https://www.arcgis.com/apps/opsdashboard/index.html#/bda7594740fd40299423467b48e9ecf6>

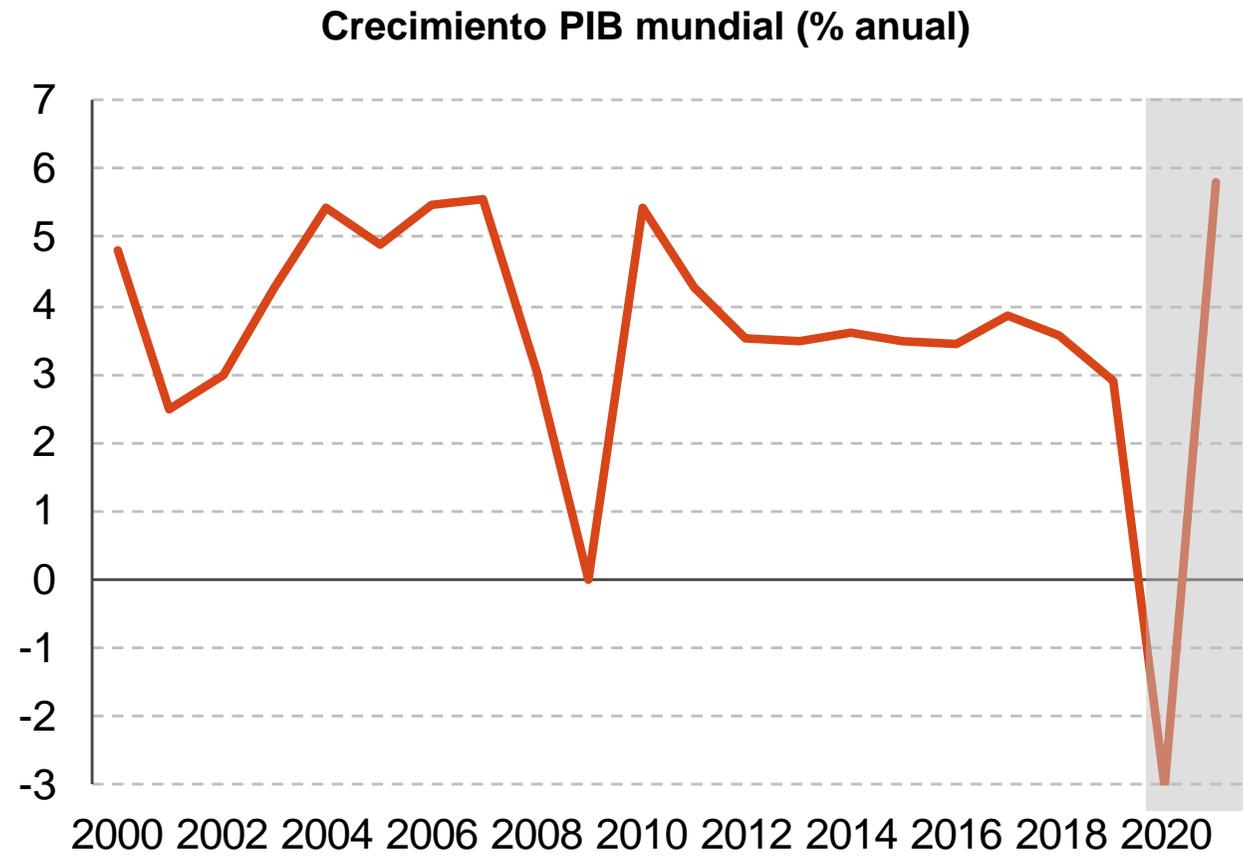
Los primeros datos de actividad a nivel global muestran una caída histórica...



... del tal forma que el PIB mundial caerá este año el 3,0%...

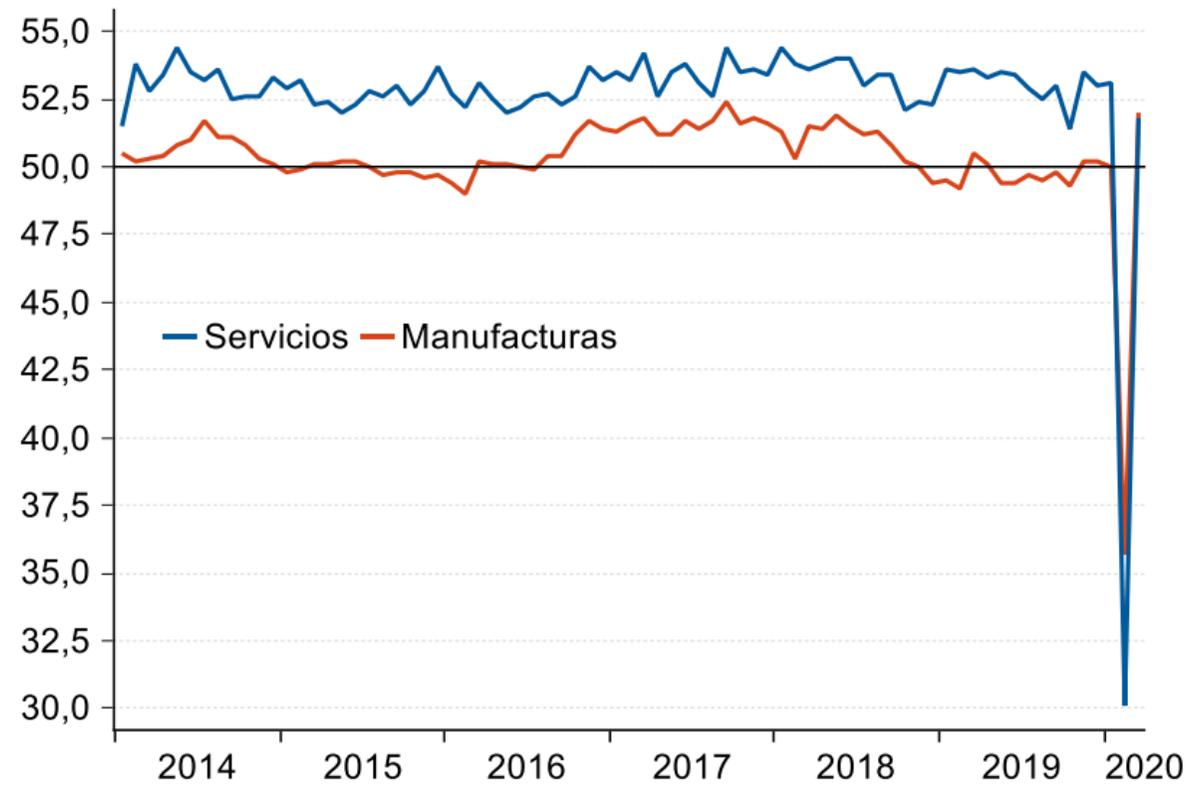


... es decir, un registro peor que el de la Gran Crisis Financiera Global...



China: el espejo en el que todos los países se quieren ver reflejados

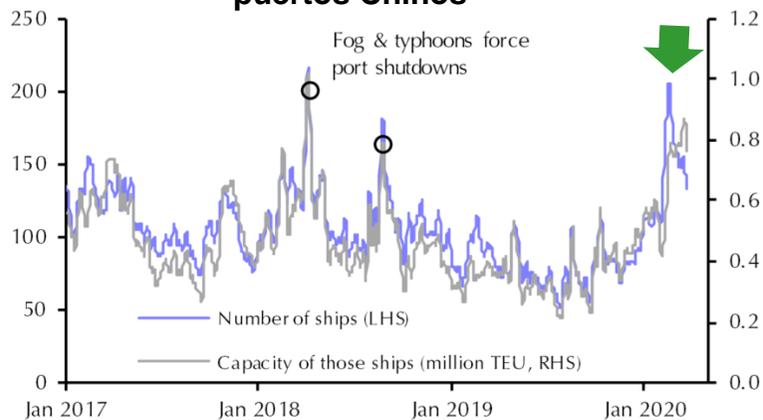
Evolución de los PMI de China



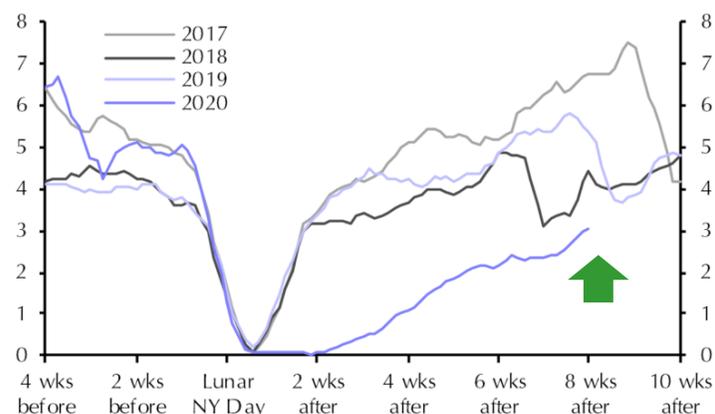
Fuente: Afi, Macrobond

China: comienza la vuelta a la actividad

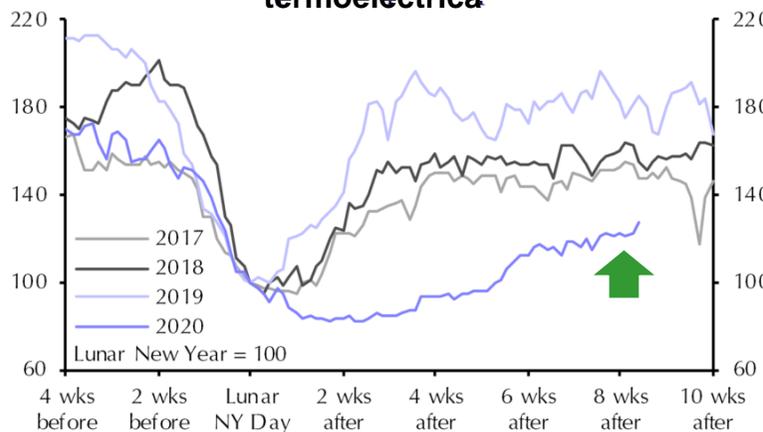
Contenedores en espera de descarga en puertos Chinos



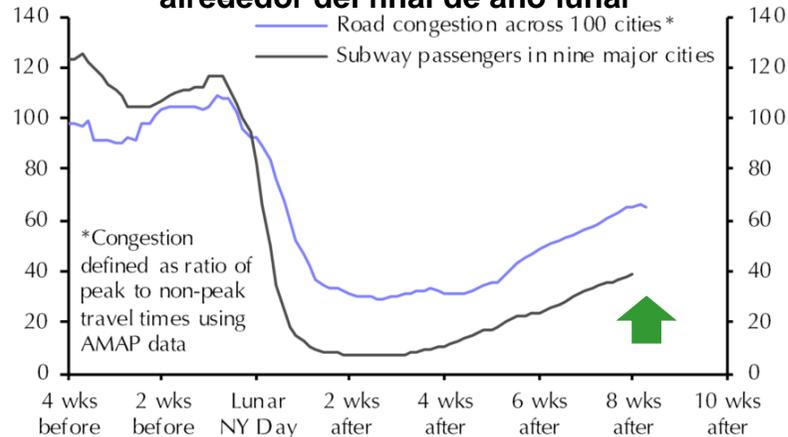
Ventas de activo inmobiliario alrededor del final de año lunar en China



Consumo de carbón en plantas de generación termoeléctrica



Congestión en tráfico por carretera en China alrededor del final de año lunar



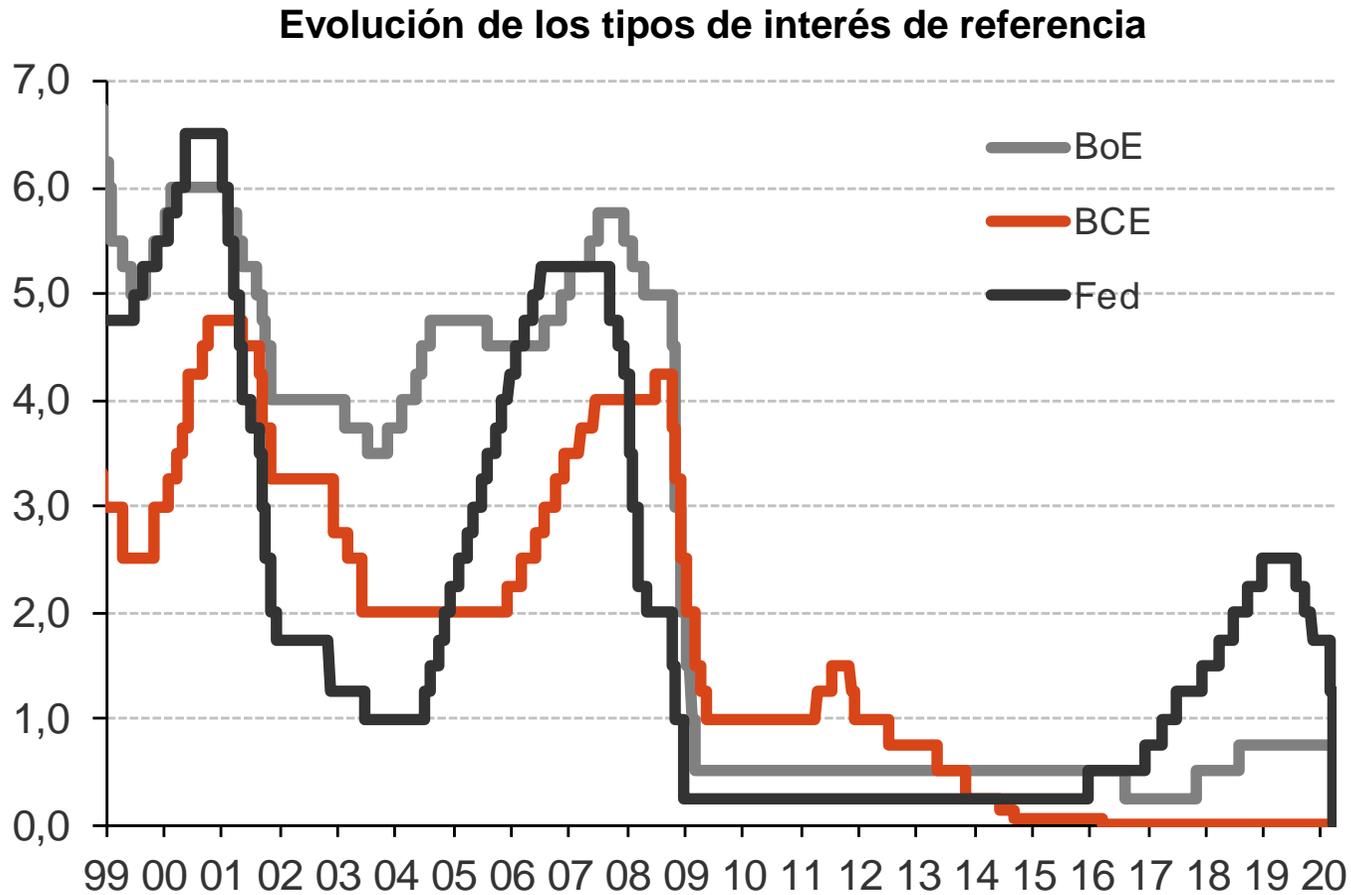
2 | Ante el mayor estímulo fiscal y monetario de la Historia

Tabla 1. Medidas anunciadas por los diferentes países

	Sanidad	Banco Central	Apoyo a empresas y trabajadores	Estímulo fiscal adicional
China	<ul style="list-style-type: none"> Medidas drásticas Epidemia bajo control 	<ul style="list-style-type: none"> -10 pb los prestamos a m/p hasta 3,15% Inyecciones de capital de 21.400 millones USD Flexibilidad de pago de deuda e intereses para PYMES durante 1S20 	<ul style="list-style-type: none"> Exención temporal de las contribuciones a la seguridad social 	<ul style="list-style-type: none"> Bajada de los alquileres públicos Ayudas a sistema sanitario, planes de reconstrucción y regiones rurales por 14.000 millones de USD Planes de inversión en regiones concretas de 3,5 billones CNY en 2020
Área Euro	<ul style="list-style-type: none"> Rápido aumento de casos Restricciones a la movilidad y distanciamiento social Restricciones a la exportación y compra conjunta de material 	<ul style="list-style-type: none"> Liquidez (LTRO y TLTRO con incentivos para prestar) 870.000 m € en APP con promesa de hacer más si se necesita 	<ul style="list-style-type: none"> Subvención a reducción temporal de trabajo Aplazamiento de impuestos Liquidez ilimitada a empresas y garantías (Alemania) Bajas pagadas 	<ul style="list-style-type: none"> 37.000 millones de fondos de cohesión y estructurales (UE) 7.0000 m en garantías para PYMES por el FEI Flexibilidad en la aplicación de normas fiscales
EEUU	<ul style="list-style-type: none"> 8.000 millones \$ Control fronteras Medidas locales de distanciamiento social 	<ul style="list-style-type: none"> Recorte 150 pb QE4 por 700.000 m \$ Impulso a la liquidez doméstica e internacional en dólares Programas de liquidez para papel comercial, primary dealers y fondos del mercado monetario. 	<ul style="list-style-type: none"> Fondos para pruebas Bajas pagadas parciales Recursos para los Estados Ayudas sociales 	<ul style="list-style-type: none"> Se está discutiendo en el Congreso un programa de cerca de 1 Billón de dólares de estímulo fiscal. 250 mM\$ serían enviados directamente a los ciudadanos a través de transferencias directas.
Reino Unido	<ul style="list-style-type: none"> Han cambiado su estrategia y están comenzando a tomar medidas de distanciamiento social 	<ul style="list-style-type: none"> Recorte de tipos -50pb Financiación para crédito a PYMES Reducción del colchón de capital anti-cíclico QE ilimitado para la financiación de grandes empresas y respaldado por sus activos 	<ul style="list-style-type: none"> Menores impuestos para las empresas Bajas pagadas por el Estado Préstamos respaldados por el gobierno (£330 mil millones) y garantías (15% del PIB) 	<ul style="list-style-type: none"> 1,4% del PIB (30.000 millones de libras)

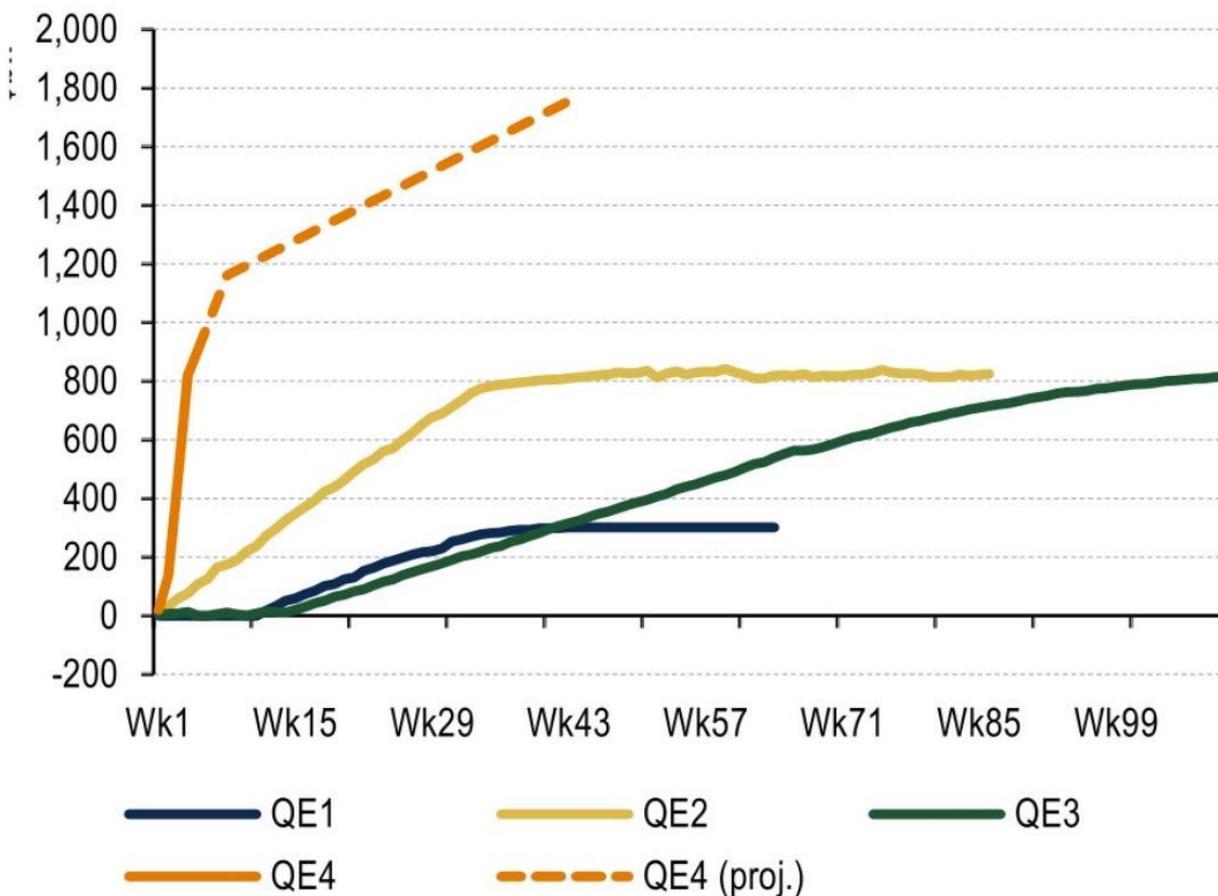
Fuente: Afi, varias fuentes

Los bancos centrales han bajado, de inmediato, los tipos de interés...



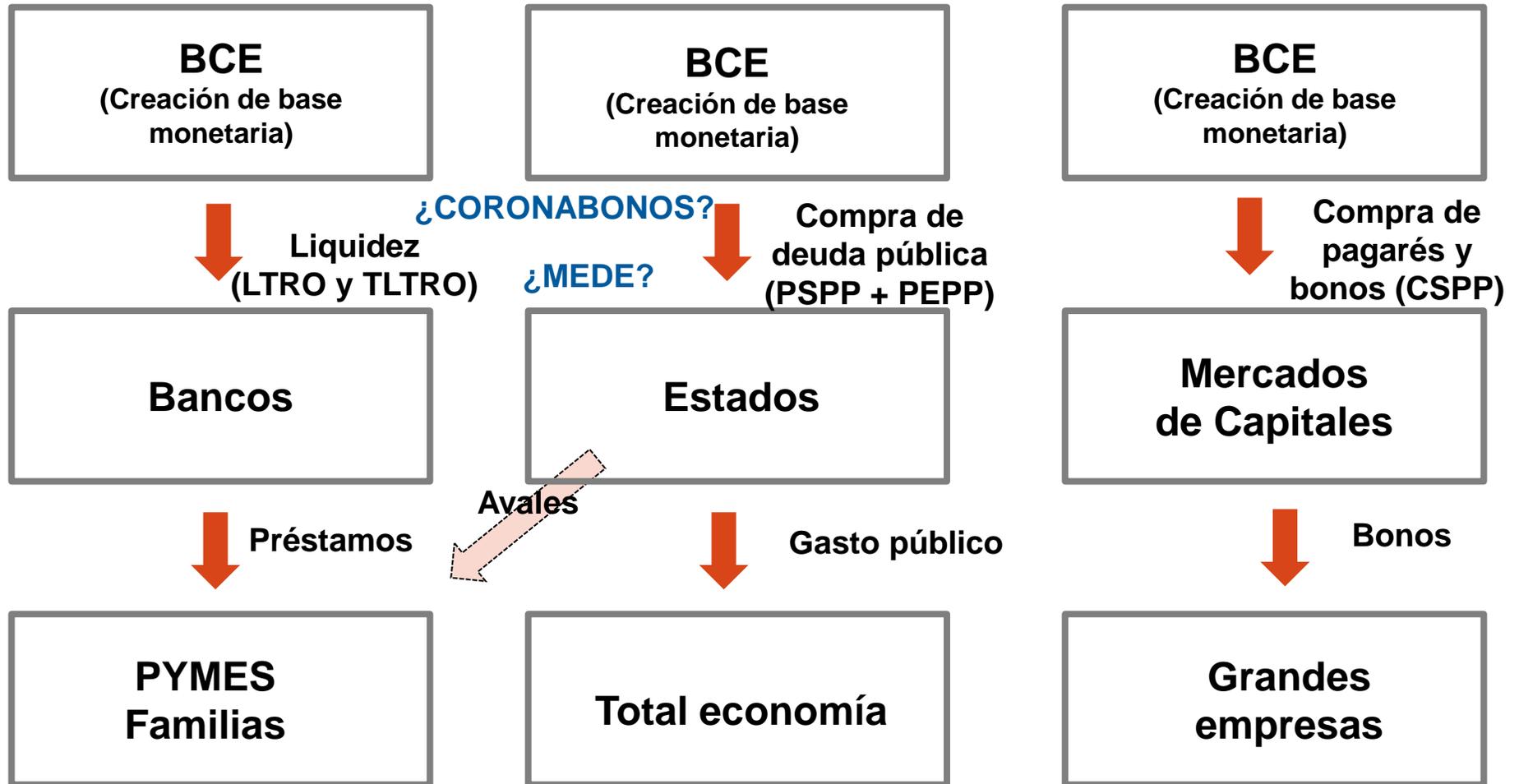
... seguido de una arsenal de estímulos sin precedentes

Chart 2: QE4 Treasury purchase in perspective (\$bn)



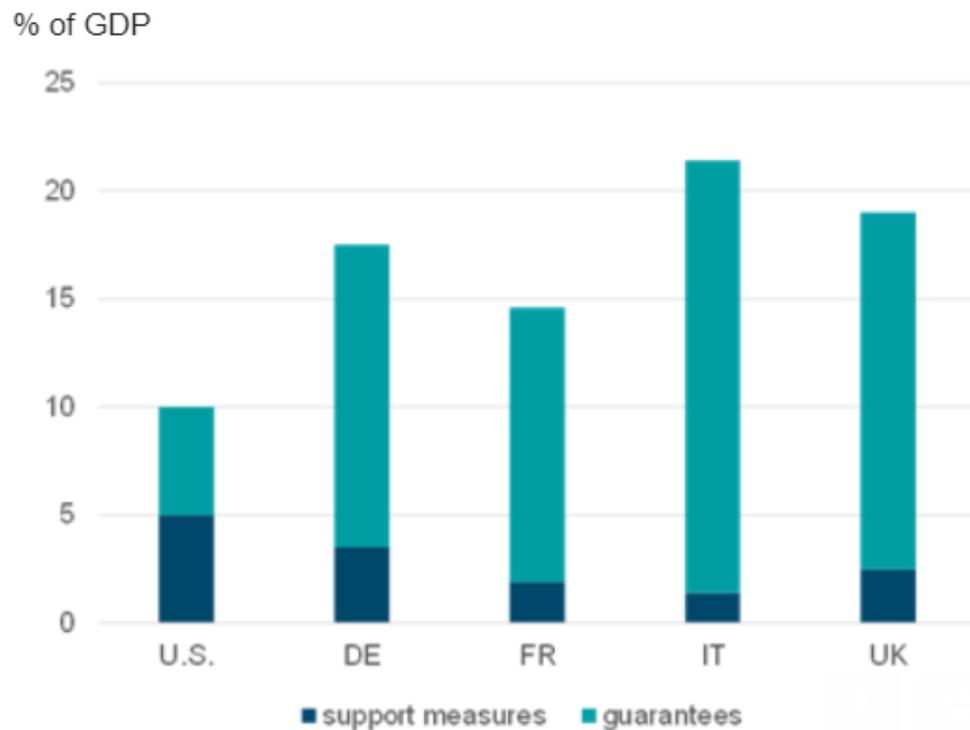
Source: BofA Global Research

Objetivo: evitar daños estructurales en la economía



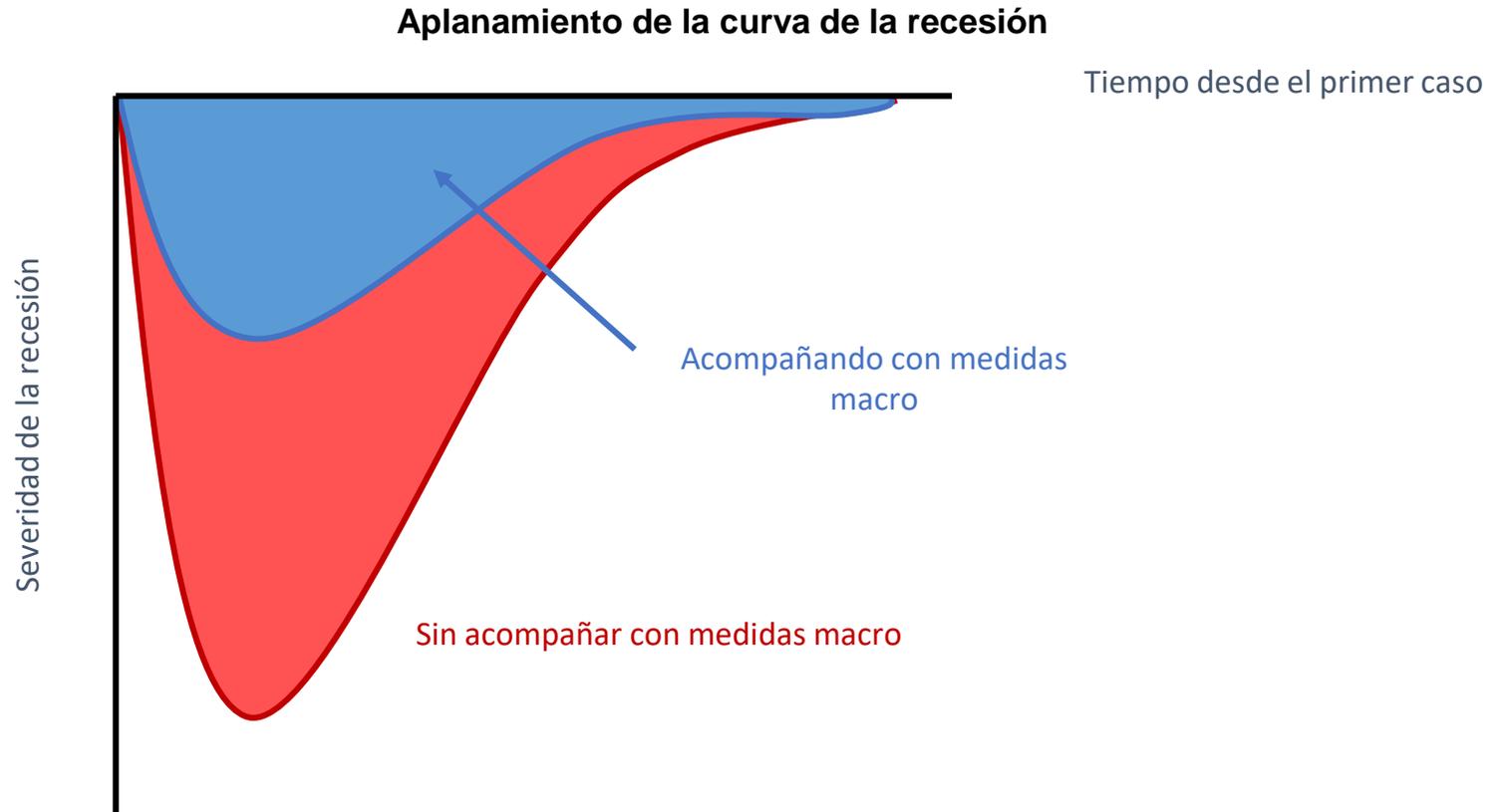
Los gobiernos no se han quedado atrás, las medidas suponen un impacto económico de entre el 10% y el 20% del PIB...

% del PIB de las medidas anunciadas por los gobiernos

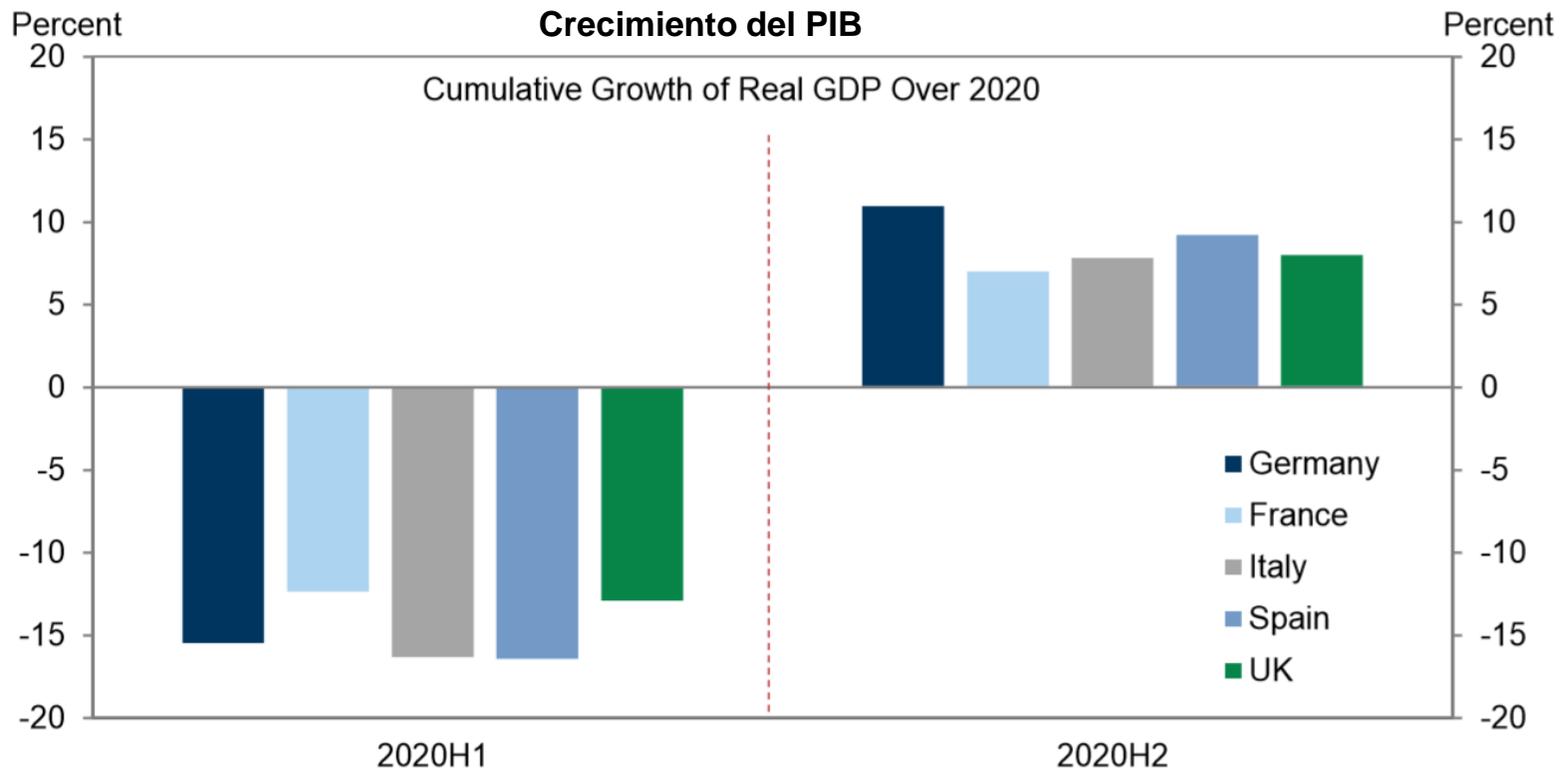


3 | Hipótesis en cuanto a la recuperación

Respuesta de política monetaria y fiscal: aplanar la curva de la recesión temporal



Se espera que la crisis, si bien será “corta”, será muy intensa...

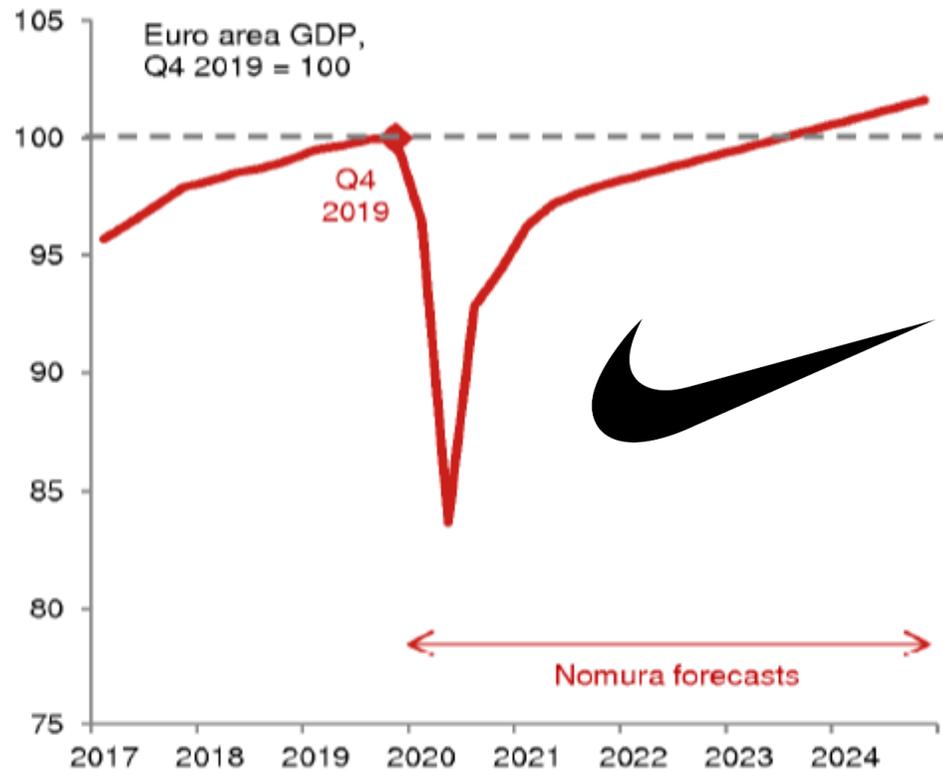


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Recuperación en L, U, V, W, 4....

PIB mundial

Fig. 10: GDP recovery back to pre-virus levels could take time



Source: Eurostat, Haver Analytics, Nomnura

4 | Análisis de evolución de los distintos activos financieros

Evolución del mercado

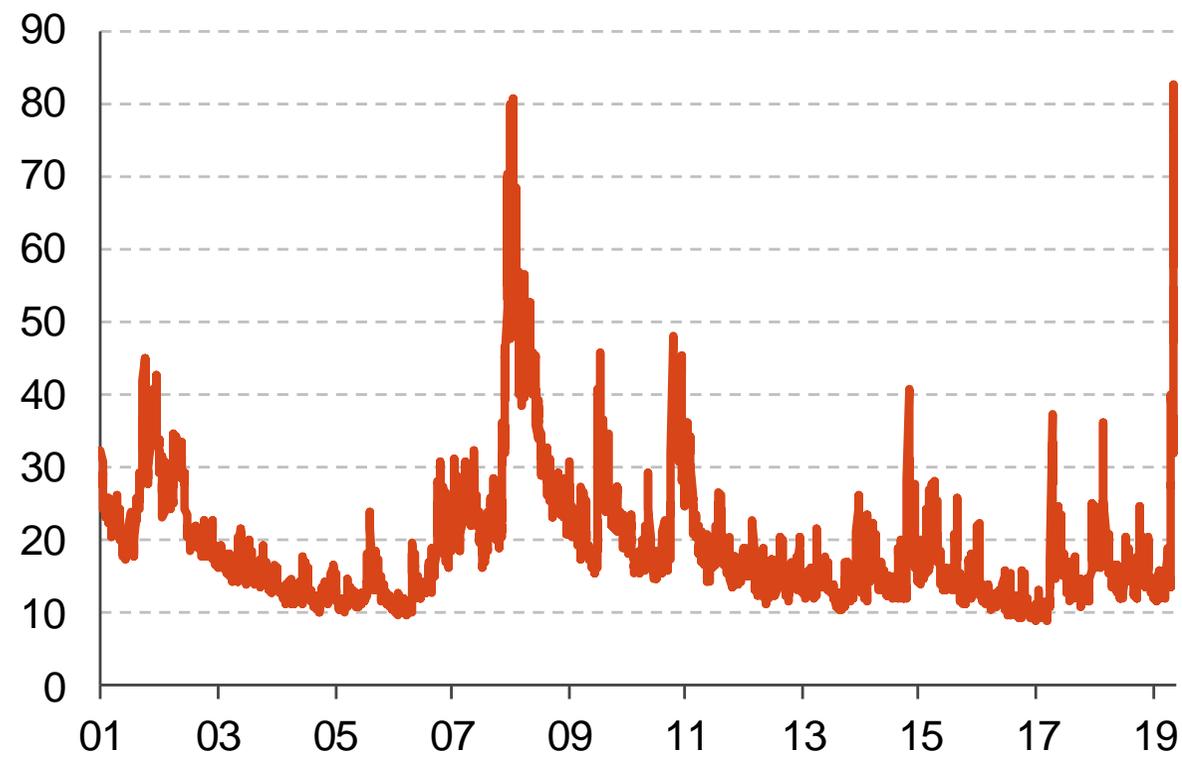
El COVID19 nos deja un 2020 desolador...

Evolución en 2020 de índices AFI de fondos de inversión (31 mar)

Categoría	2020	Categoría	2020	Categoría	2020
RF Deuda pública global	3,0%	RV Telecom	-11,6%	RV Real Estate	-24,5%
Monetarios USD	2,6%	RF Emergentes Corporate	-12,3%	RV Alemania	-24,8%
RF HK	2,5%	RV Mixta Internacional	-12,3%	RV Euro	-25,2%
RF Largo USD	1,9%	RV Suiza	-12,4%	RV Singapur	-25,5%
Retorno Absoluto Conservador	1,1%	RF Emergentes Moneda local	-12,9%	RV Italia	-26,3%
RF Corto USD	0,3%	RF Corporativa High Yield	-12,9%	RV Turquía	-26,8%
Monetarios Euro	-0,4%	RV Tecnología	-13,3%	RV Emergentes MENA y Africa	-27,4%
RF CNY	-0,5%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	-13,6%	RV Australia	-29,6%
Garantizado RF y obj. rentab. no gar	-0,9%	Gestión Global	-13,7%	RV España	-30,1%
RF Deuda pública EUR	-1,3%	RF NOK	-13,9%	RV Reino Unido	-30,3%
Monetarios Internacional	-1,4%	RF Emergentes Moneda fuerte	-14,3%	RV India	-30,7%
Garantizado rendimiento variable	-2,2%	RV Mixta Euro	-15,1%	RV Financieros	-30,8%
RF CHF	-2,6%	RV Taiwan	-15,7%	RV Rusia	-31,3%
RF Inflación	-3,2%	RV Utilities	-16,4%	RV Tailandia	-31,8%
RF Corto Euro	-3,4%	RV Consumo	-16,5%	RV Emergentes Europa del Este	-33,5%
RF Largo Euro	-3,7%	RV EEUU	-17,3%	RV Francia	-33,9%
Monetario GBP	-3,9%	RV Japón	-17,5%	RV Energía	-35,5%
RF GBP	-4,9%	RV Malasia	-18,8%	RV México	-36,7%
RF Global	-5,1%	RV Global	-18,8%	RV Autos	-37,1%
Gestión Alternativa	-5,5%	RV Asia	-19,2%	RV Indonesia	-37,8%
RF SEK	-5,8%	RV Emergentes Asia y Oceanía	-19,4%	RV Sudáfrica	-39,7%
RF Corporativa investment grade	-6,1%	RV Holanda	-20,0%		
Garantizado parcial	-6,2%	Materias primas	-20,3%		
RF Mixta Euro	-7,3%	RV Industria e Infraestructuras	-20,9%		
RF Corporativa global	-7,5%	RV Emergentes Global	-22,5%		
RF Mixta Internacional	-8,5%	RV Europa	-22,6%		
RF Convertibles	-9,3%	RV Suecia	-22,8%		
RV China	-9,6%	RV Materias Primas	-23,6%		
RV Health Care and Biotech	-10,6%	RV Corea	-23,6%		
RF Emergentes Global	-11,3%	RV Canadá	-24,5%		

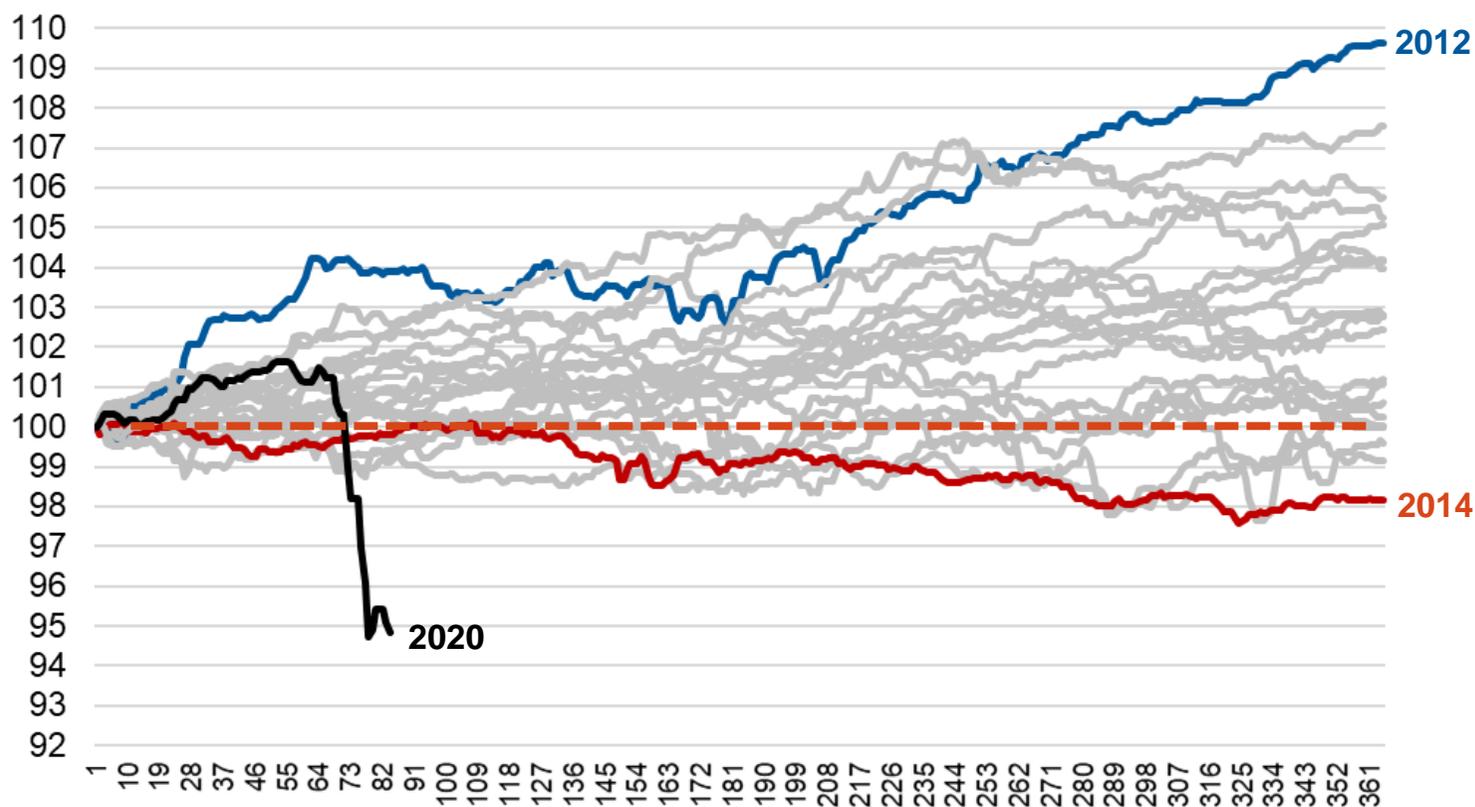
... e importantes distorsiones en los mercados por el aumento de la volatilidad

Evolución de la volatilidad implícita

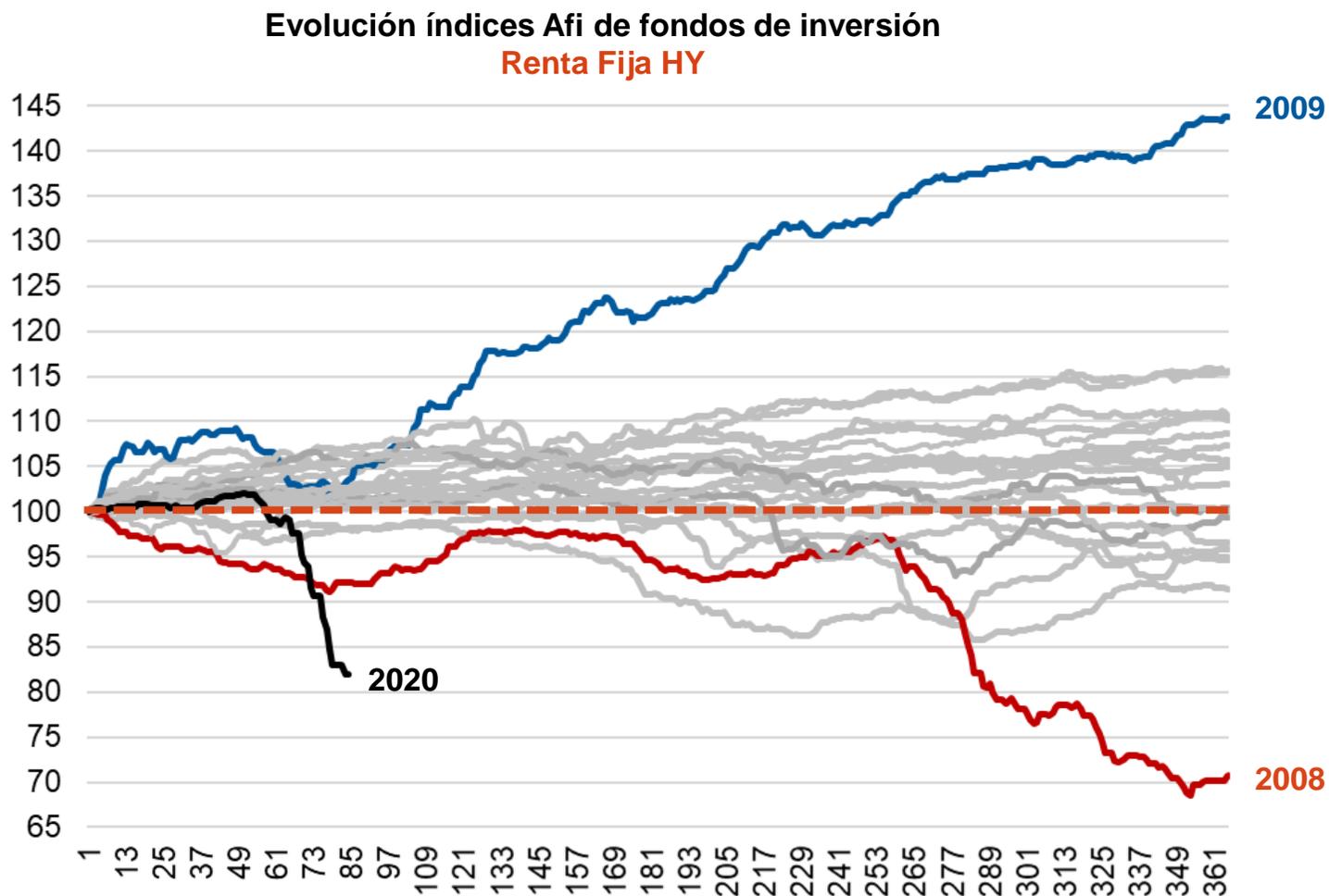


La reacción de los mercados a esta crisis ha sido histórica, sobre todo en renta fija

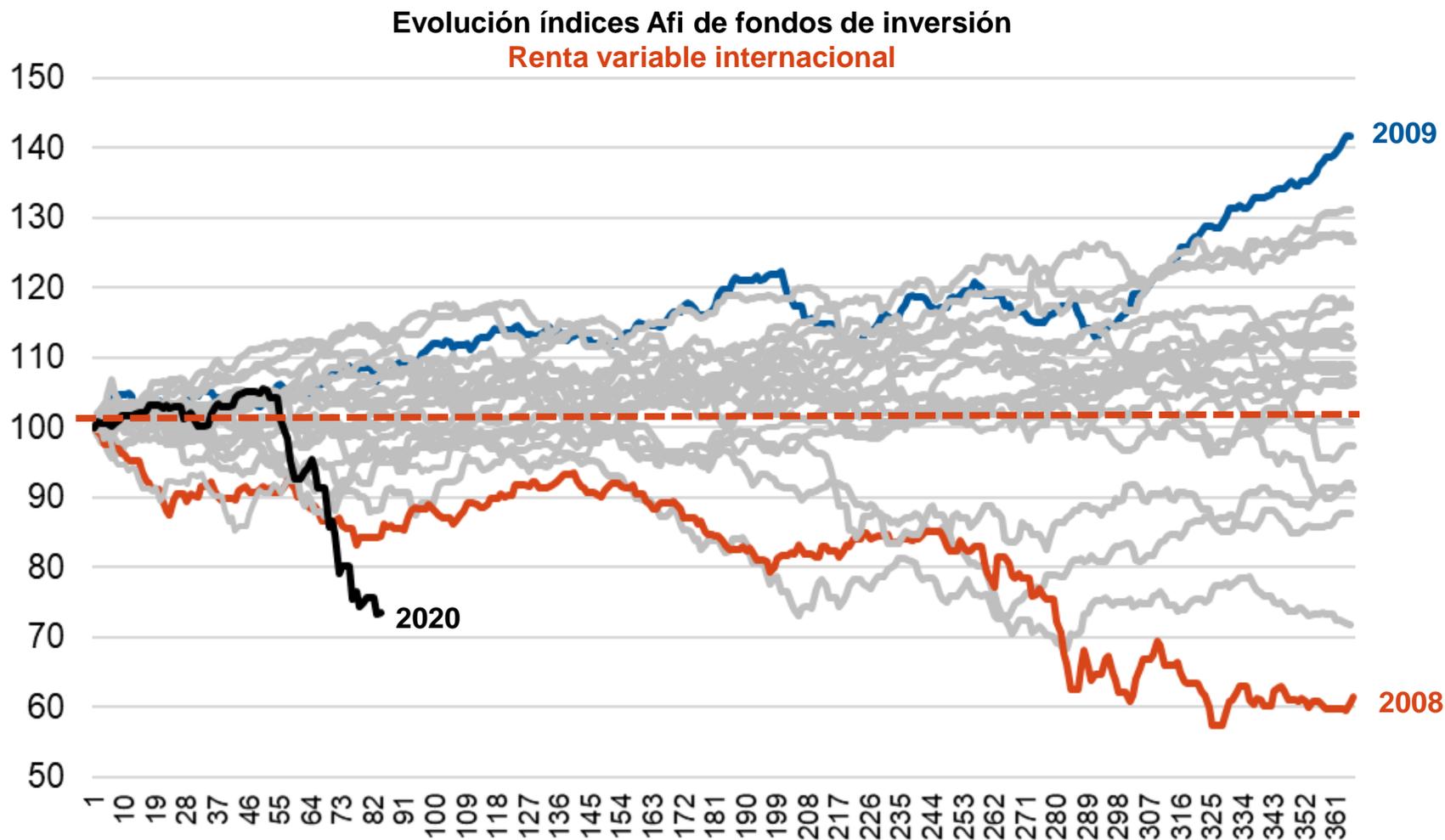
Evolución índices Afi de fondos de inversión
Renta Fija LP Euro



La reacción de los mercados a esta crisis ha sido histórica, sobre todo en renta fija

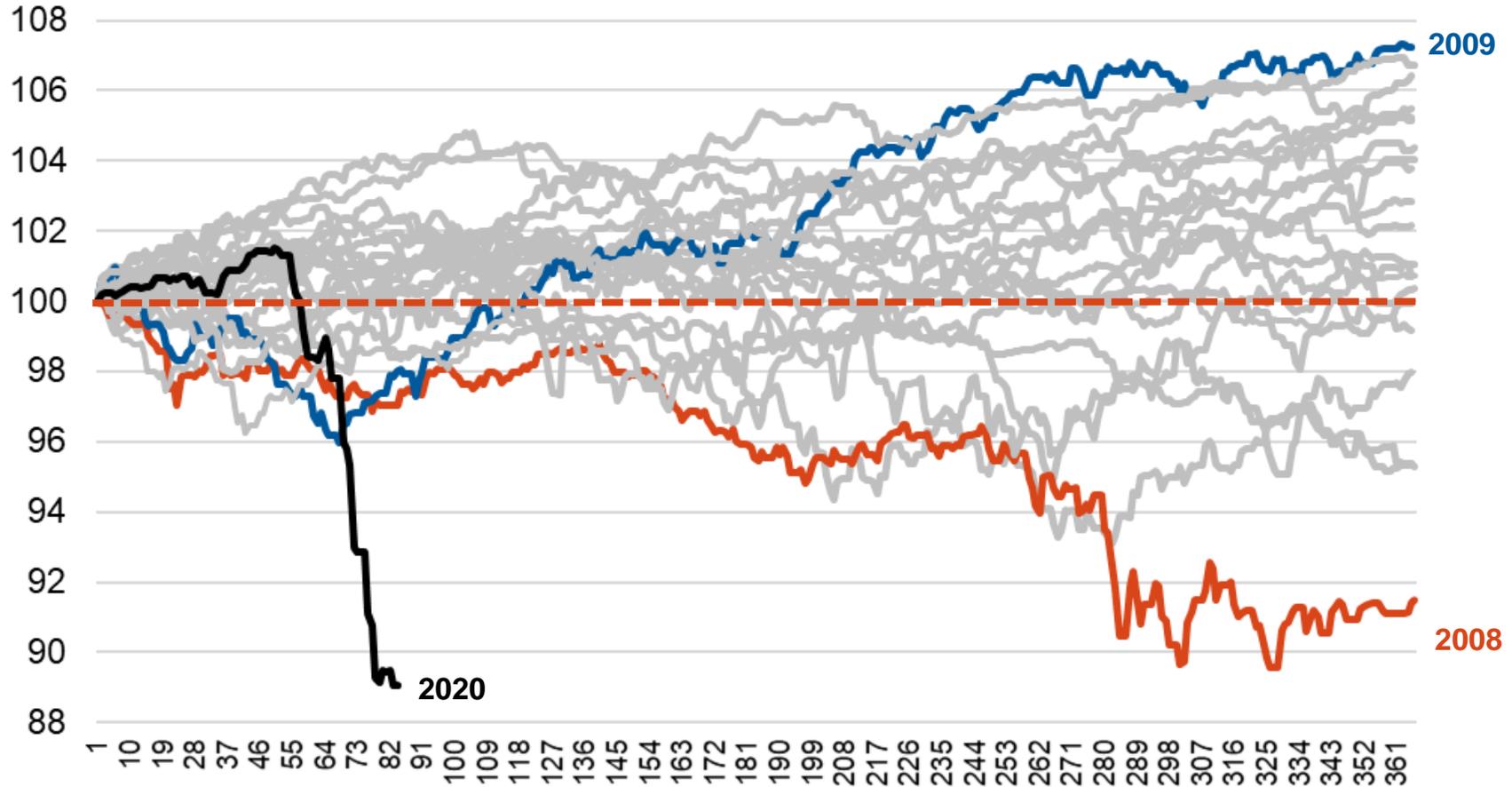


La reacción de los mercados a esta crisis ha sido histórica, sobre todo en renta fija



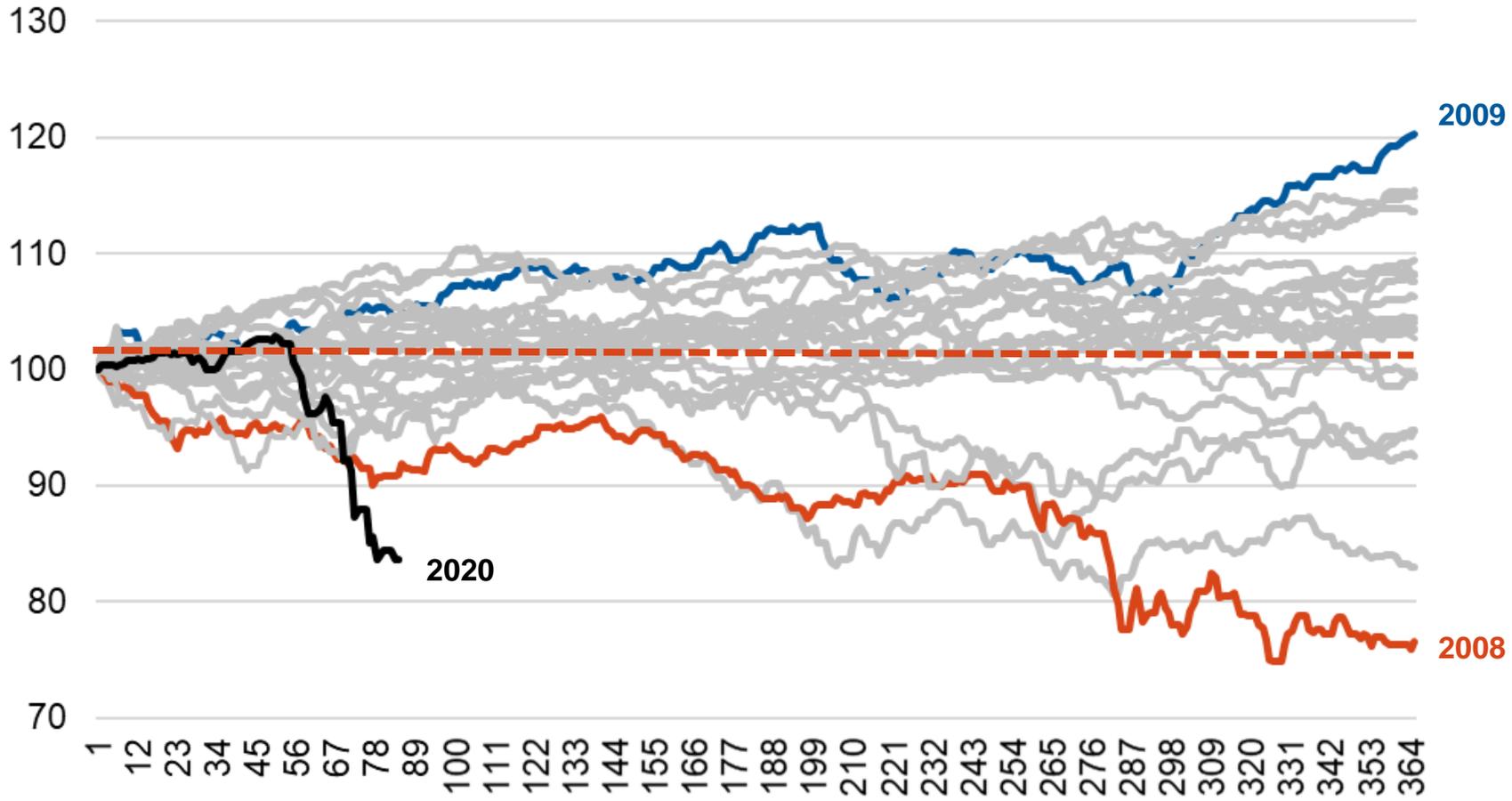
La reacción de los mercados a esta crisis ha sido histórica, sobre todo en renta fija

Evolución índices Afi de fondos de inversión
Renta fija mixta internacional



La reacción de los mercados a esta crisis ha sido histórica, sobre todo en renta fija

Evolución índices Afi de fondos de inversión
Renta variable mixta internacional



5 | Gestión de carteras en este escenario: control de riesgos y oportunidades a M/L plazo

La gobernanza y gestión de riesgos cobra aún más relevancia en entornos como el actual

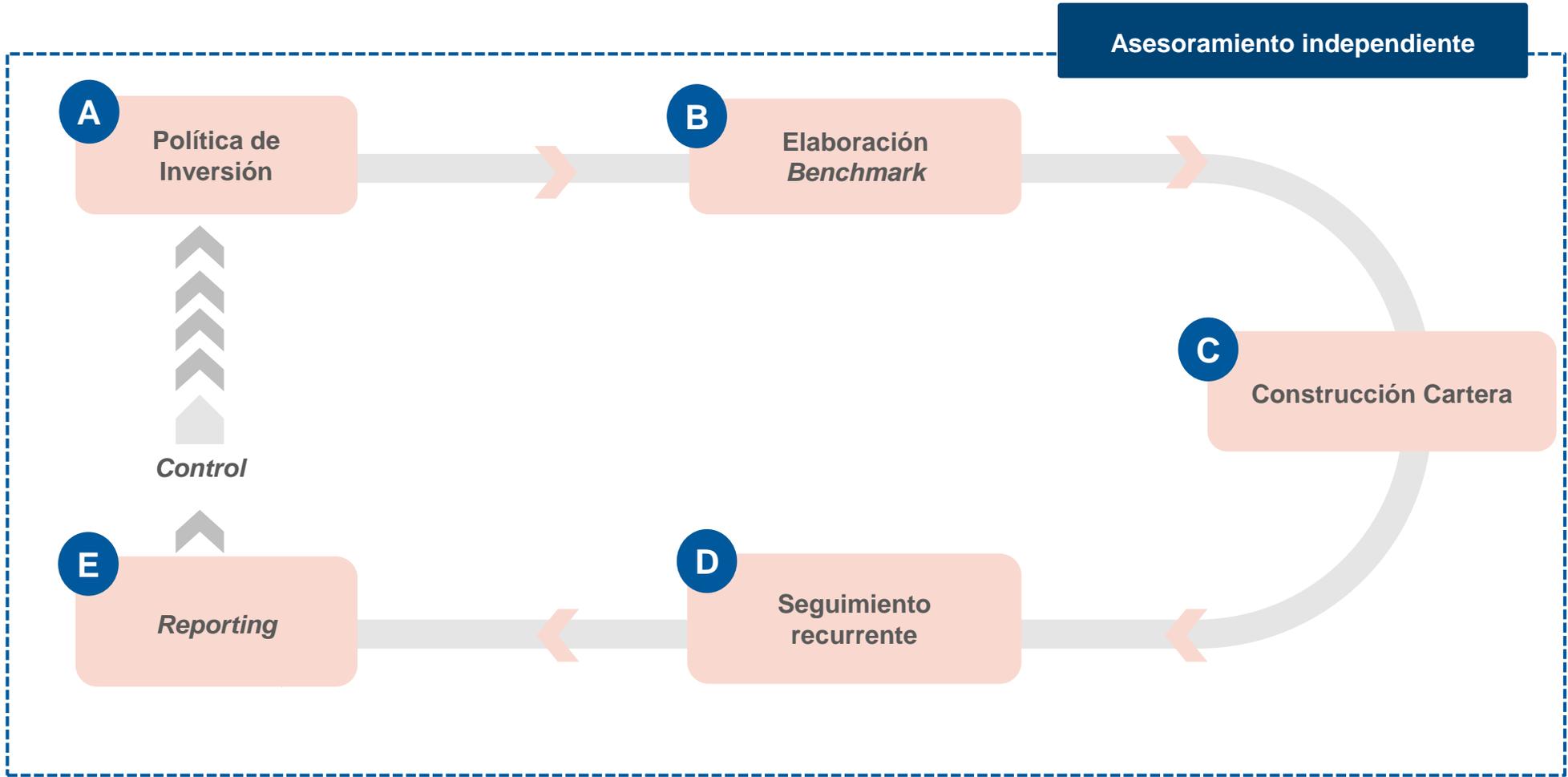
Nuevo Código de Conducta

- La actualización del Código de Conducta del 2003 se aprueba el **20 de febrero de 2018**.
- Ámbito de aplicación:** fundaciones, asociaciones sin ánimo de lucro, mutuas y mutualidades, etc.



----- Cambios respecto al código de conducta del 20 de noviembre de 2003

La gestión de inversiones es un proceso continuo



La importancia de una buena **Política de Inversión**



Entidad



Mandato

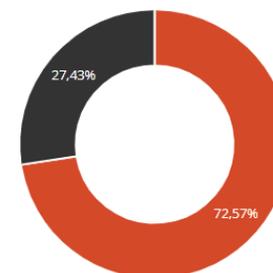


- **Preservación de capital**
- **Rentabilidad objetivo:** inflación neta de gastos

Caso real: simulación *backtesting*

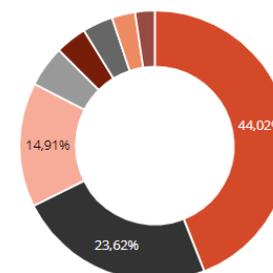
Producto	Categoría	Unidades	VL	Divisa	Importe actual	% Cartera	Fecha valor
Cartera de inversión					16.143.252,13€	100,00%	
Acciones					4.428.286,32€	27,43%	
BA.SANTANDER	Bancos/Cajas Ahorro (EQ)	46.082,9493	5,48€	Euro	252.488,48€	1,56%	29/12/2017
BANKIA	Bancos/Cajas Ahorro (EQ)	364.667,7472	3,99€	Euro	1.453.930,31€	9,01%	29/12/2017
BAYER AG	Productos Farmaceuticos (EQ)	2.942,6189	104,00€	Euro	306.032,37€	1,90%	29/12/2017
BBVA	Bancos/Cajas Ahorro (EQ)	33.519,5531	7,11€	Euro	238.391,06€	1,48%	29/12/2017
CAIXABANK	Bancos/Cajas Ahorro (EQ)	118.733,5092	3,89€	Euro	461.754,62€	2,86%	29/12/2017
ENAGAS	Electricidad y Gas (EQ)	15.789,4737	23,87€	Euro	376.894,74€	2,33%	29/12/2017
FERROVIAL	Construccion (EQ)	21.337,1266	18,92€	Euro	403.802,99€	2,50%	29/12/2017
INDRA A	Electrónica/Software (EQ)	24.691,3580	11,41€	Euro	281.604,94€	1,74%	29/12/2017
SIEMENS GAMESA	Sin categoría (EQ)	39.577,8364	11,43€	Euro	452.374,67€	2,80%	29/12/2017
TEC.REUNIDAS	Ingenieria y Otros (EQ)	7.596,8600	26,46€	Euro	201.012,15€	1,25%	29/12/2017
Total Acciones Multiproducto [AWM-0000818]					4.428.286,32€	27,43%	
Fondos de inversión					11.714.965,81€	72,57%	
ALLIANZ EUROPE EQUITY GROWTH A	RV Europa (FI)	6.384,9870	260,52€	Euro	1.663.416,80€	10,30%	29/12/2017
BSF FIXED INCOME STRATEGIES E2 EUR	Retorno Absoluto Conservador (FI)	6.805,1901	117,04€	Euro	796.479,45€	4,93%	29/12/2017
CARMIGNAC SECURITÉ A EU ACC	RF Corto Euro (FI)	569,5136	1.751,31€	Euro	997.394,92€	6,18%	29/12/2017
FIDELITY WORLD FUND E ACC EUR	RV Global (FI)	35.231,9436	27,43€	Euro	966.412,21€	5,99%	29/12/2017
GROUPAMA AVENIR EURO N	RV Euro (FI)	1.048,5114	1.512,73€	Euro	1.586.114,66€	9,83%	29/12/2017
JUPITERJGF DYNAMIC BOND-DEA	RF Global (FI)	89.792,0605	12,41€	Euro	1.114.319,47€	6,90%	29/12/2017
MFS MERIDIAN EUROP VALUE I1 EUR	RV Europa (FI)	3.197,6124	289,31€	Euro	925.101,26€	5,73%	29/12/2017
MIRABAUD EQUITIES SPAIN-AE	RV España (FI)	30.902,3486	27,90€	Euro	862.175,53€	5,34%	29/12/2017
NORDEA 1 FLEXIBLE FIXED INCOME E EUR	RF Global (FI)	6.192,5895	102,66€	Euro	635.731,24€	3,94%	29/12/2017
PIMCO CAPITAL SECURITIES FUND-EUR H	RF Corporativa High Yield (FI)	84.459,4595	12,61€	Euro	1.065.033,78€	6,60%	29/12/2017
SCHRODER ISF EMERGING MARKETS A ACC	RV Emergentes Global (FI)	79.266,6408	13,91€	Dólar Estadounidense	1.102.786,48€	6,83%	29/12/2017

Producto



	Valoración	Peso
Fondos de inversión	11.714.965,81€	72,57%
Acciones	4.428.286,32€	27,43%
Total	16.143.252,13€	100,00%

Tipo de activo



	Valoración	Peso
Renta Variable	7.106.006,94€	44,02%
Renta Fija	3.812.479,42€	23,62%
Servicios Financieros e Inmobiliarios	2.406.564,47€	14,91%
Gestión Alternativa	796.479,45€	4,93%
Mat. Básicos, Industria y Construcción	604.815,14€	3,75%
Otros (2)	587.637,31€	3,64%
Sin Categoría	452.374,67€	2,80%
Petróleo y Energía	376.894,74€	2,33%
Total	16.143.252,13€	100,00%

Caso real: simulación *backtesting*

Rentabilidad entre **31/12/2014** y **29/12/2017**: **24,80%**

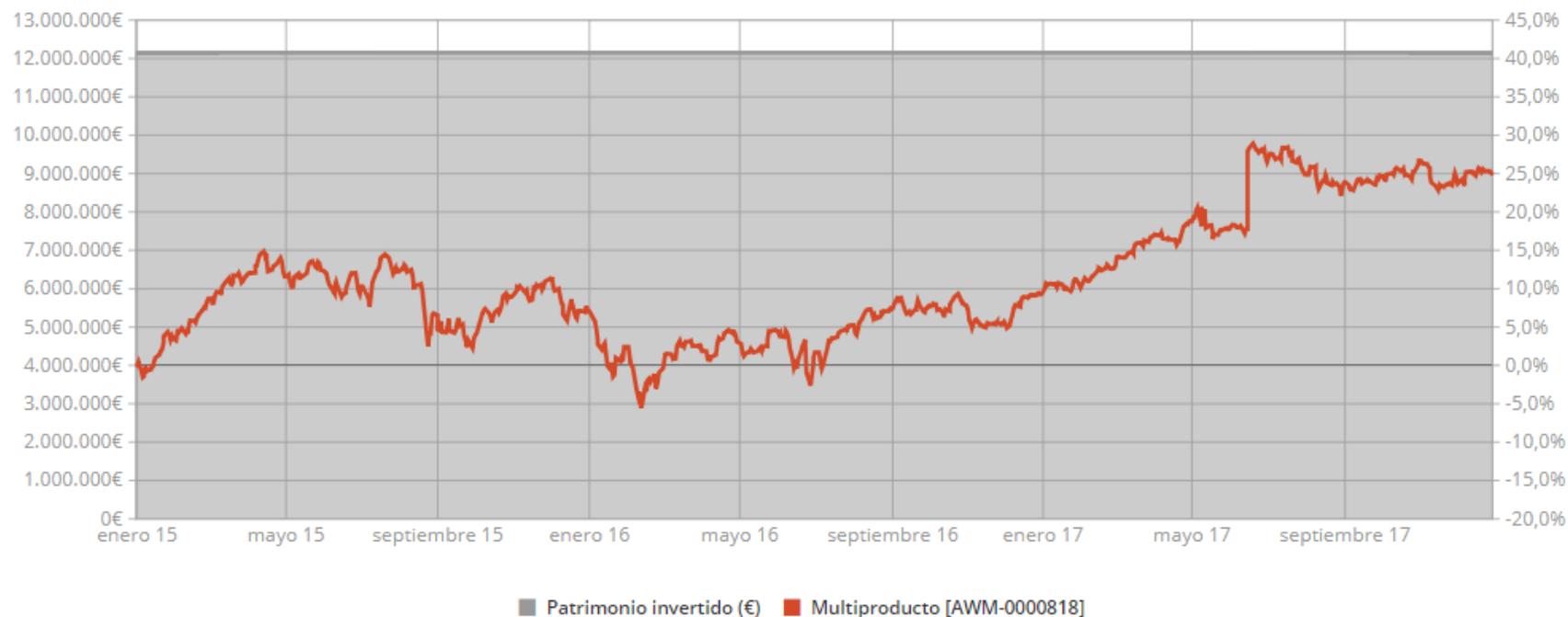
Rentabilidad calculada con el método TWR (Rentabilidad ponderada en el tiempo)

Variación patrimonial entre **31/12/2014** y **29/12/2017**: **24,80%**

% Variación patrimonial: Variación Patrimonial / (Importe fecha inicial + Entradas)

Variación Patrimonial = (Importe fecha final + Salidas) - (Importe fecha inicial + Entradas)

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Todas las rentabilidades informadas son rentabilidades netas de los gastos aplicados a los contratos.



Benchmarks:

Sin benchmark

Índices:

Ningún índice seleccionado

	1 mes	3 meses	6 meses	Año actual	1 año	2 años	Desde inicio	Rent. anual.
● Multiproducto [AWM-0000818]	-0,20%	0,01%	-1,79%	14,20%	14,24%	15,82%	32,87%	7,37%

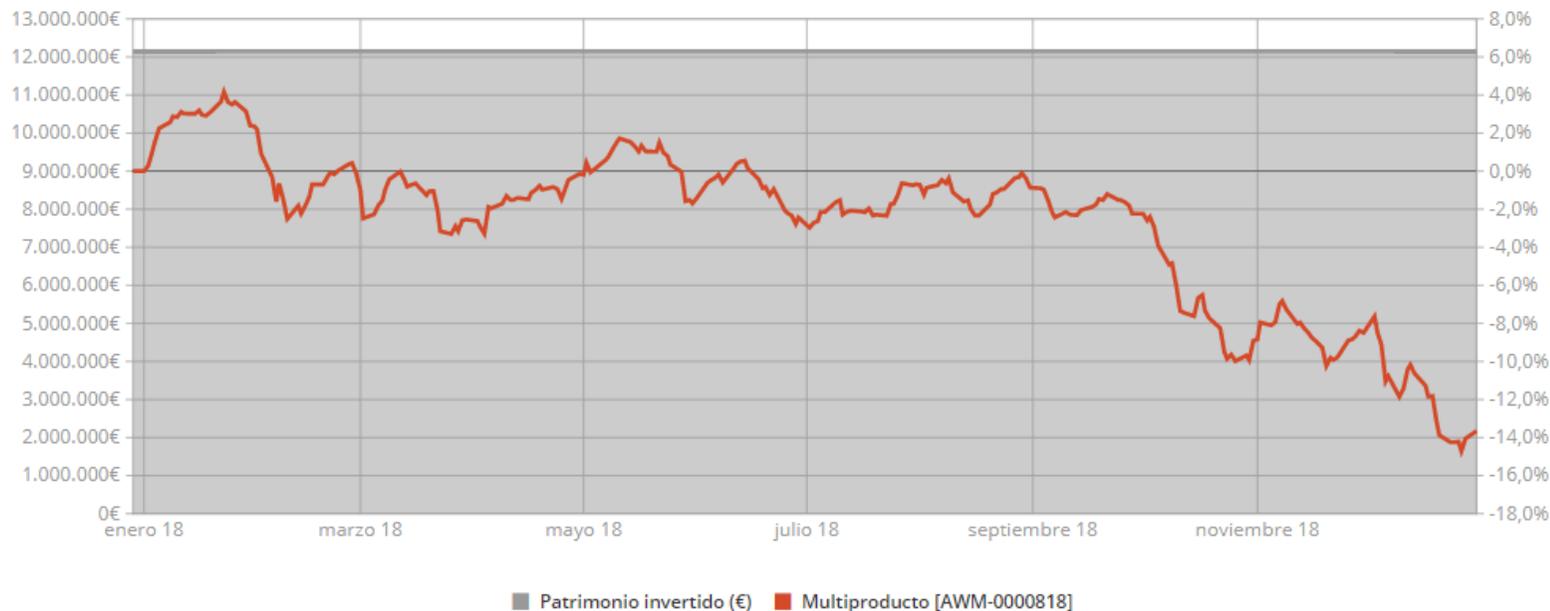
Caso real: Resultado 2018

Comparación de valoración

Producto	29/12/2017		Entradas / Salidas	31/12/2018		Var. patrim.	% Var. patrim.	Rent. anual.
	Importe	Peso		Importe	Peso			
Cartera de inversión	16.143.252,13€	100,00%	0,00€ / 0,00€	13.938.924,64€	100,00%	-2.204.327,50€	-13,65%	-13,59%
Acciones	4.428.286,32€	27,43%	0,00€ / 0,00€	3.362.803,14€	24,13%	-1.065.483,18€	-24,06%	-23,95%
Fondos de inversión	11.714.965,81€	72,57%	0,00€ / 0,00€	10.576.121,50€	75,87%	-1.138.844,31€	-9,72%	-9,67%
Total	16.143.252,13€	100,00%	0,00€ / 0,00€	13.938.924,64€	100,00%	-2.204.327,50€	-13,65%	-13,59%



Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Todas las rentabilidades informadas son rentabilidades netas de los gastos aplicados a los contratos.



Caso real: el error de no haber definido una Política de Inversión

Afi Look Through Cartera

Renta Fija	54%
Investment Grade	33%
High Yield	21%
Renta Variable	46%
Europa	39%
Emergentes	7%
Total	100%
Sectores	
Financieras	37%
Utilities	16%
Industria	14%
Otros	33%



Mandato



- **Preservación de capital**
- **Rentabilidad objetivo:** inflación neta de gastos

Desarrollo de una **Política de Inversión** personalizada

	POLÍTICA DE INVERSIONES	Pág. 1 de 12
--	-------------------------	--------------

TÍTULO: POLÍTICA DE INVERSIONES

ÍNDICE

1. OBJETO Y MARCO JURÍDICO	3
2. OBJETIVOS	3
3. PRINCIPIOS	3
4. ESTRUCTURA ORGANIZATIVA	4
5. DIRECTRICES DE INVERSIÓN	5
5.1 Inversiones	5
5.2 Documentación de las operaciones	5
5.3 Clasificación de las operaciones	5
5.4 Inversiones que requieren autorización y acuerdo expreso de este CA	6
5.5 Utilización de instrumentos derivados	6
5.6 Inversión directa en Renta Fija	6
5.7 Inversión en Renta Variable	8
5.8 Instituciones de Inversión Colectiva	9
5.9 Exposición en divisa	9
6. VALORACIÓN DE LA CARTERA	9
7. TIPOS DE RIESGOS	10
8. OBLIGACIÓN DE INFORMACIÓN	10
9. ELABORACIÓN DE UN BENCHMARK	11
10. ADECUACIÓN DE LA POLÍTICA A LAS CONDICIONES DE MERCADO	11
11. APROBACIÓN Y MODIFICACIÓN DE LA POLÍTICA DE INVERSIONES	11
12. METODOLOGÍA OPERATIVA	12

Versión	Fecha	Modificación

Estructura organizativa

- Órganos de decisión
- Proceso de inversión
- Trazabilidad operaciones
- etc.

Criterios de Inversión

- Límites:

- Renta Fija y Renta Variable
- Concentración geográfica, sectorial, etc.
- Inmuebles, divisas, derivados, etc.

- Objetivos:

- Rentabilidad
- Riesgo

Seguimiento de la Política de Inversión

	POLÍTICA DE INVERSIONES	Pág. 1 de 12
--	-------------------------	--------------

TÍTULO: POLÍTICA DE INVERSIONES

ÍNDICE

1. OBJETO Y MARCO JURÍDICO	3
2. OBJETIVOS	3
3. PRINCIPIOS	3
4. ESTRUCTURA ORGANIZATIVA	4
5. DIRECTRICES DE INVERSIÓN	5
5.1 Inversiones	5
5.2 Documentación de las operaciones	5
5.3 Clasificación de las operaciones	5
5.4 Inversiones que requieren autorización y acuerdo expreso de este CA	6
5.5 Utilización de instrumentos derivados	6
5.6 Inversión directa en Renta Fija	6
5.7 Inversión en Renta Variable	8
5.8 Instituciones de Inversión Colectiva	9
5.9 Exposición en divisa	9
6. VALORACIÓN DE LA CARTERA	9
7. TIPOS DE RIESGOS	10
8. OBLIGACIÓN DE INFORMACIÓN	10
9. ELABORACIÓN DE UN BENCHMARK	11
10. ADECUACIÓN DE LA POLÍTICA A LAS CONDICIONES DE MERCADO	11
11. APROBACIÓN Y MODIFICACIÓN DE LA POLÍTICA DE INVERSIONES	11
12. METODOLOGÍA OPERATIVA	12

Versión	Fecha	Modificación



Cumplimiento de la Política de Inversión

Inversión directa en Renta Variable	Límite	Check
Máximo en renta variable	10%	✓
Máximo por título	5%	✓
Máximo por título de índices referencia	15%	✓
Máximo mismo grupo	15%	✓
Máximo por sector	25%	✓
Máximo por país	25%	✓
Máxima pérdida cartera	5%	✓
Máxima pérdida posición	20%	✓

Inversión en IIC's	Límite	Check
Máximo por IIC	5%	✓
Máximo sobre patrimonio IIC	2,5%	✓
Máxima pérdida por IIC	5%	✓

Inversión en divisas	Límite	Check
Máxima inversión directa	5%	✓
Máxima inversión indirecta	15%	✓

Inversión directa en Renta Fija	Límite	Check
Rating inferior a BBB- y superior a BB-	20%	✓
Rating inferior a BB-	0%	✓
Rating medio cartera	BBB-	✓
Rating inferior a BBB- en Depós/pagarés	40%	✓
Máximo por emisor	5%	✓
<i>Regla 5-10-40</i>		
Máximo soberano y equivalente	100%	✓
Máximo por entidad financiera	30%	✓
Subordinadas	10%	✓
Volumen inferior a 500 millones EUR	10%	✓
Máximo por sector	15%	✓
Máximo financieras	50%	✓
Máximo soberano y equivalente	100%	✓
Mínimo número de países	4	✓
Máximo por país	25%	✓
Máximo España	80%	✓
Máxima pérdida cartera Deuda Pública	1%	✓
Máxima pérdida cartera resto RF	2%	✓
Máxima pérdida posición	5%	✓

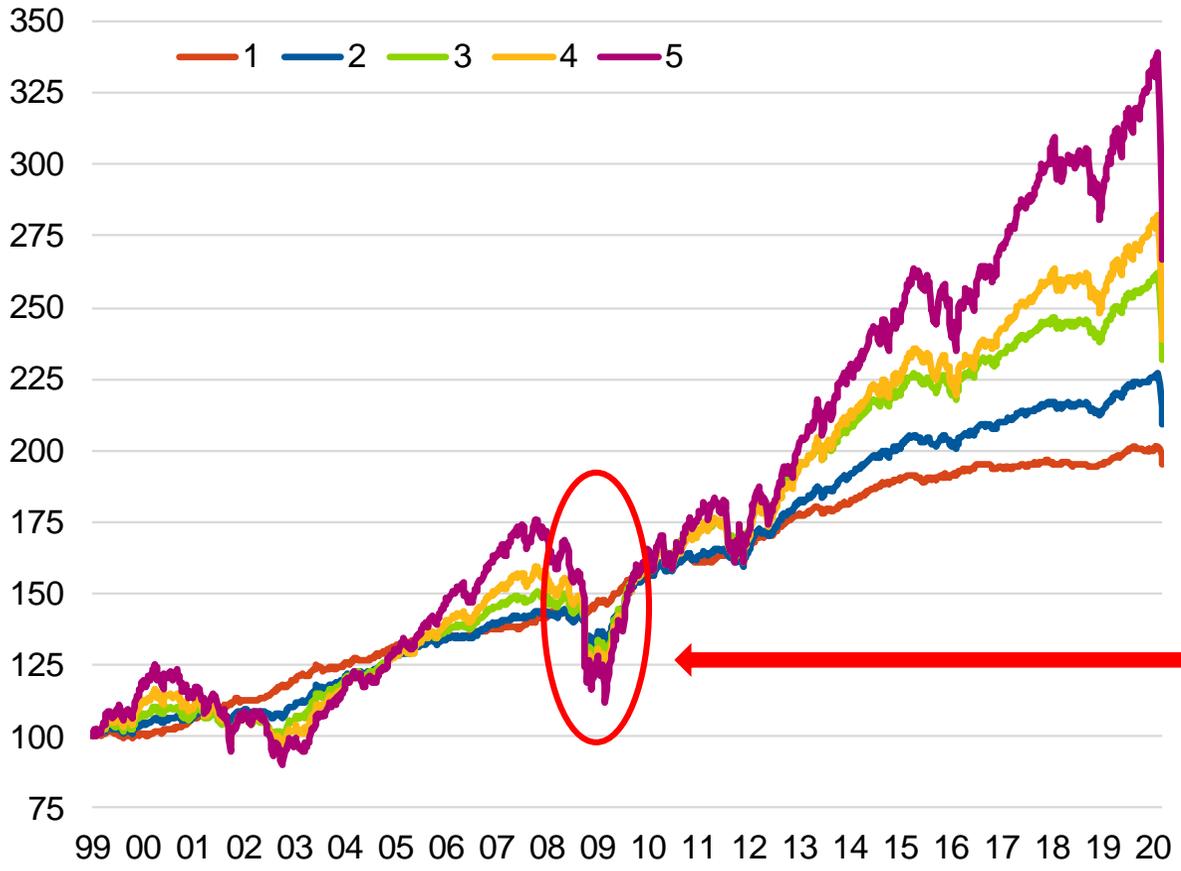
La importancia del *Benchmark* en el diseño y gestión del riesgo de las carteras

Distribución de activos de los índices de referencias analizados

	1	2	3	4	5
Depos/Pagarés	30,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%
Monetarios	30,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%
DP cp	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	
DP lp	20,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%
RF IG cp	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	
RF IG lp	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%	15,0%
RF HY		10,0%	20,0%	15,0%	10,0%
RF EM			5,0%	5,0%	10,0%
Renta Fija	70,0%	70,0%	70,0%	60,0%	45,0%
RV Europa		5,0%	7,5%	12,5%	20,0%
RV EEUU		5,0%	7,5%	12,5%	20,0%
RV Japón				2,5%	5,0%
RV Emergente				2,5%	5,0%
Renta Variable	0,0%	10,0%	15,0%	30,0%	50,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Evolución histórica de la rentabilidad...

Evolución histórica simulada de las carteras (100: enero-99)

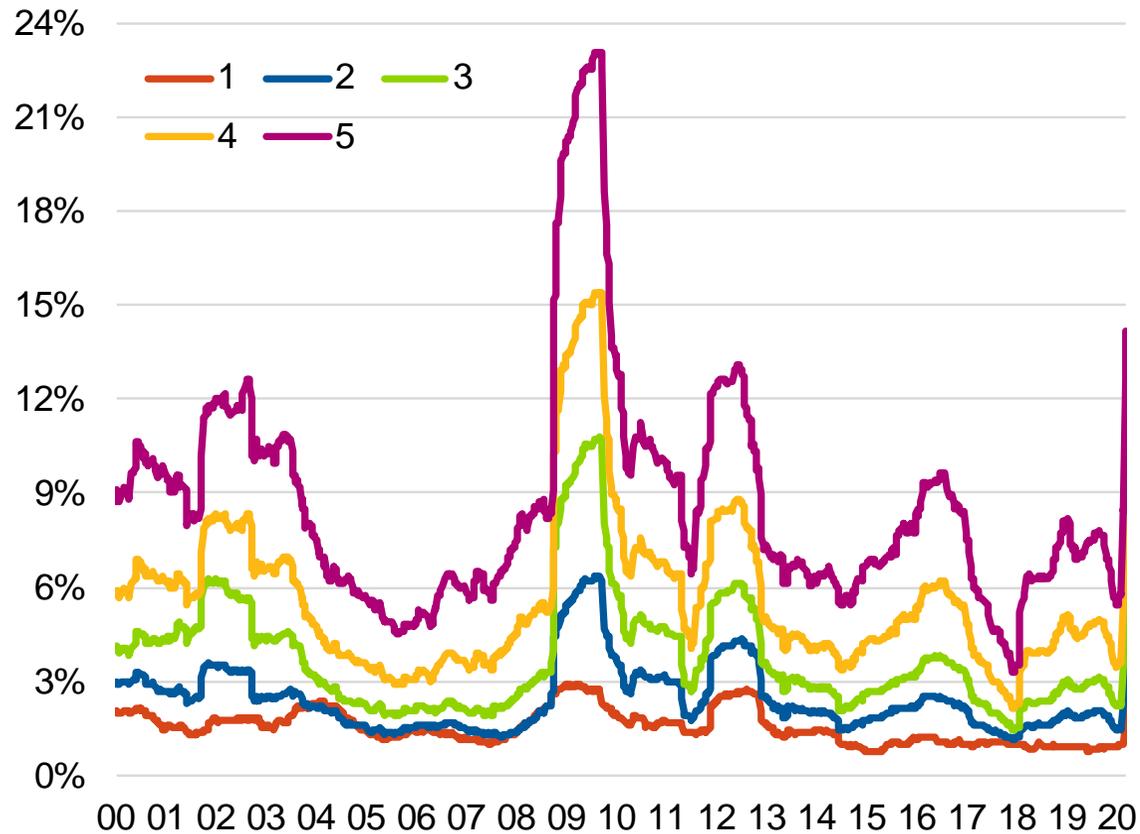


Se observa que a mayor riesgo (más volatilidad) se consigue una mayor rentabilidad acumulada...

... pero también se sufren caídas más importantes.

Evolución histórica de la volatilidad...

Evolución histórica de la volatilidad a 12 meses de las rentabilidades semanales



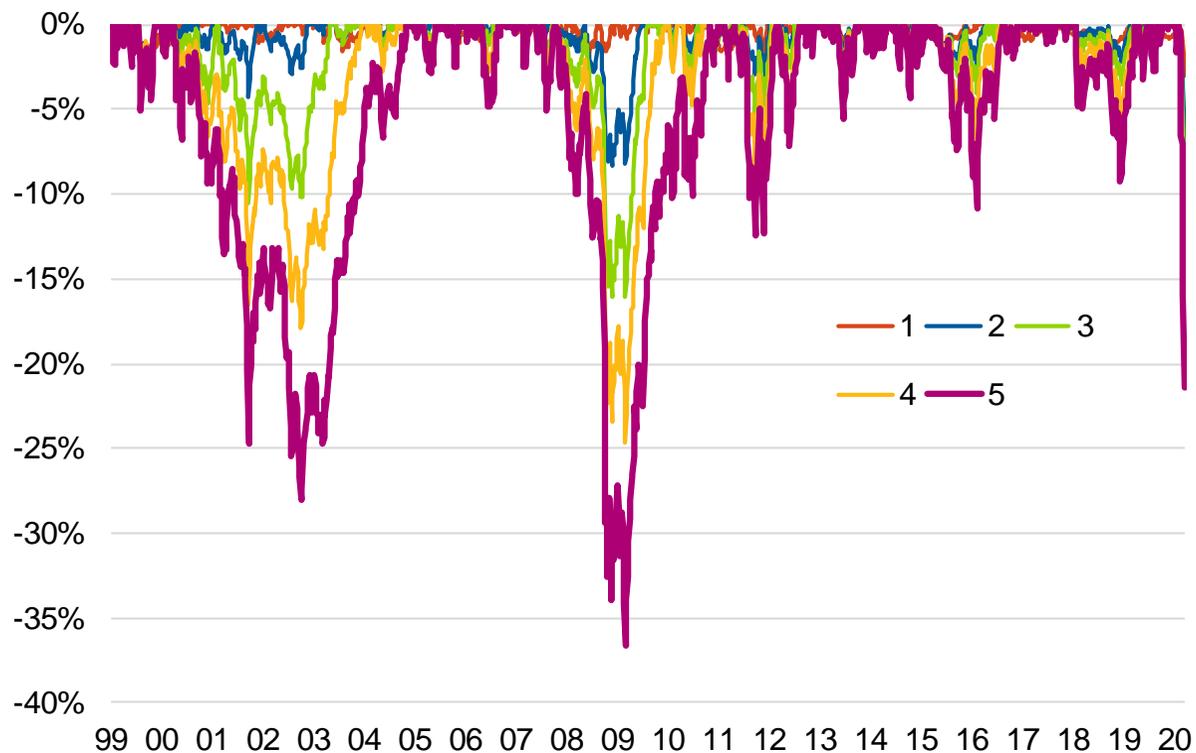
La volatilidad no es constante.

Es importante marcar un límite de volatilidad

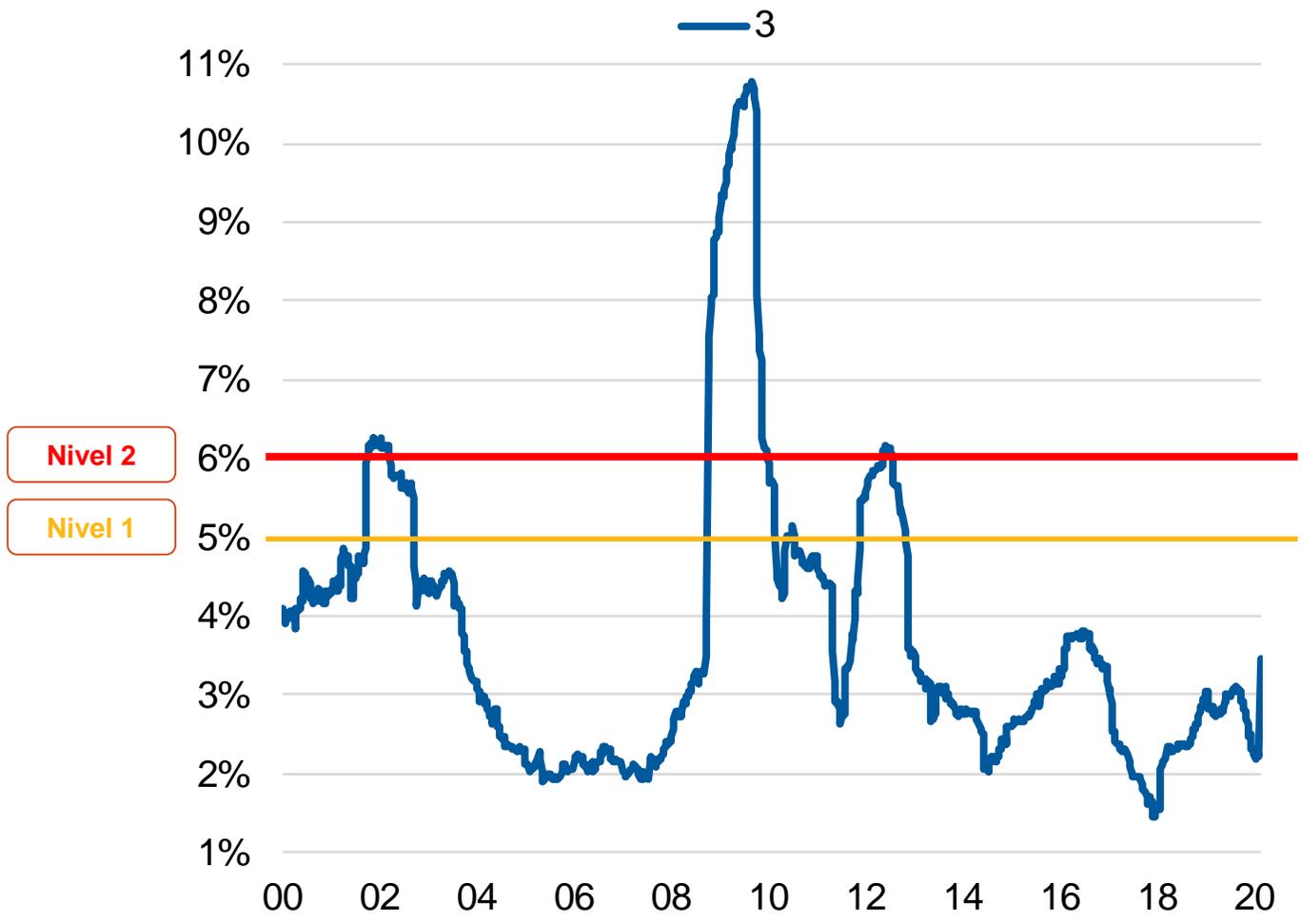
... y de las caídas en tiempos de crisis

	1	2	3	4	5
Máximo Drawdown	-2,4%	-8,3%	-16,1%	-24,7%	-36,6%
Fecha Inicio	9-sep.-11	9-may.-08	26-oct.-07	26-oct.-07	12-oct.-07
Fecha Fin	25-nov.-11	21-nov.-08	21-nov.-08	6-mar.-09	6-mar.-09
Días Recuperación	42	231	266	301	616
Fecha Recuperación	6-ene.-12	10-jul.-09	14-ago.-09	1-ene.-10	12-nov.-10

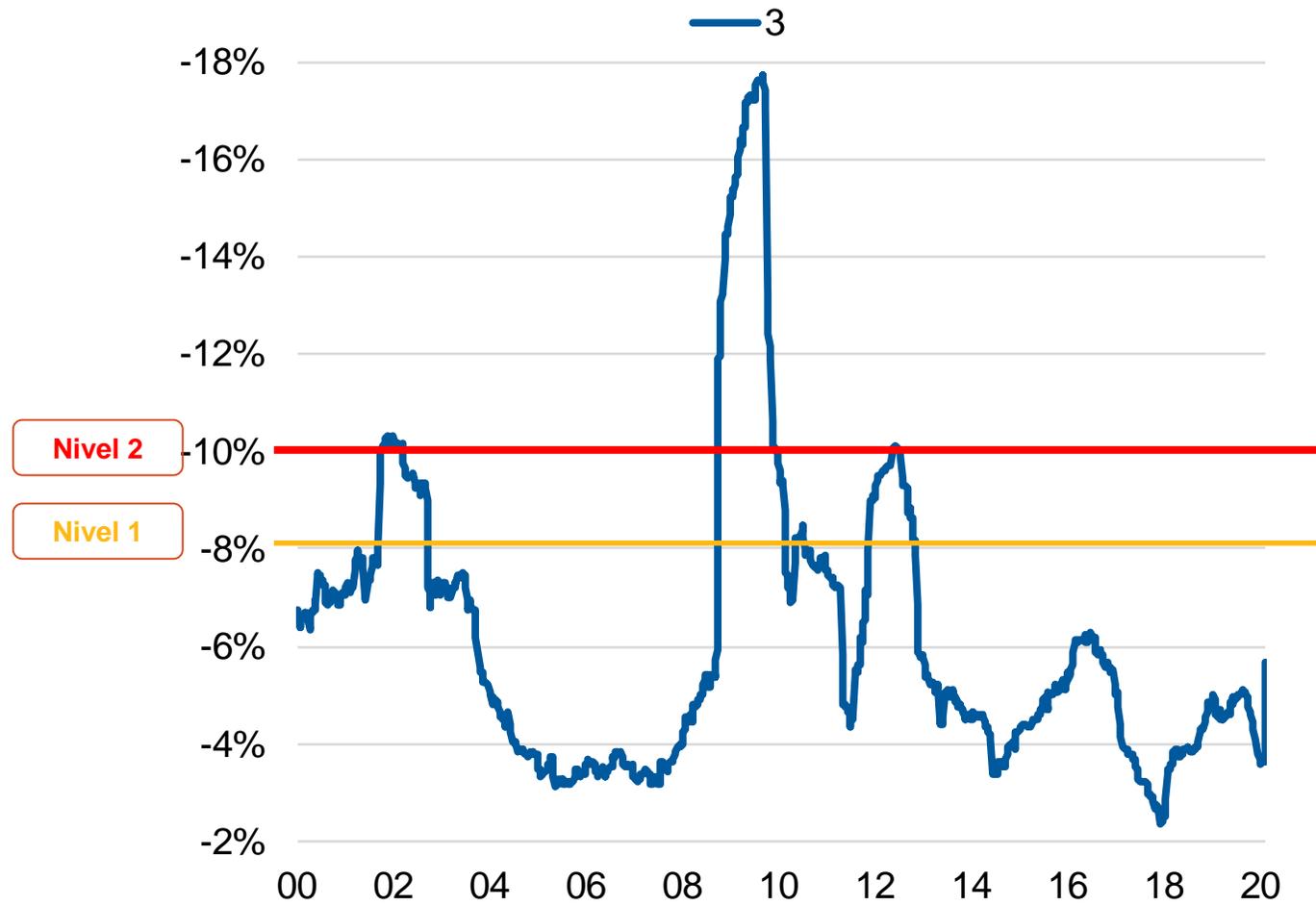
Drawdown es la máxima caída que puede sufrir un índice de referencia



Establecimiento de unos niveles máximos de volatilidad

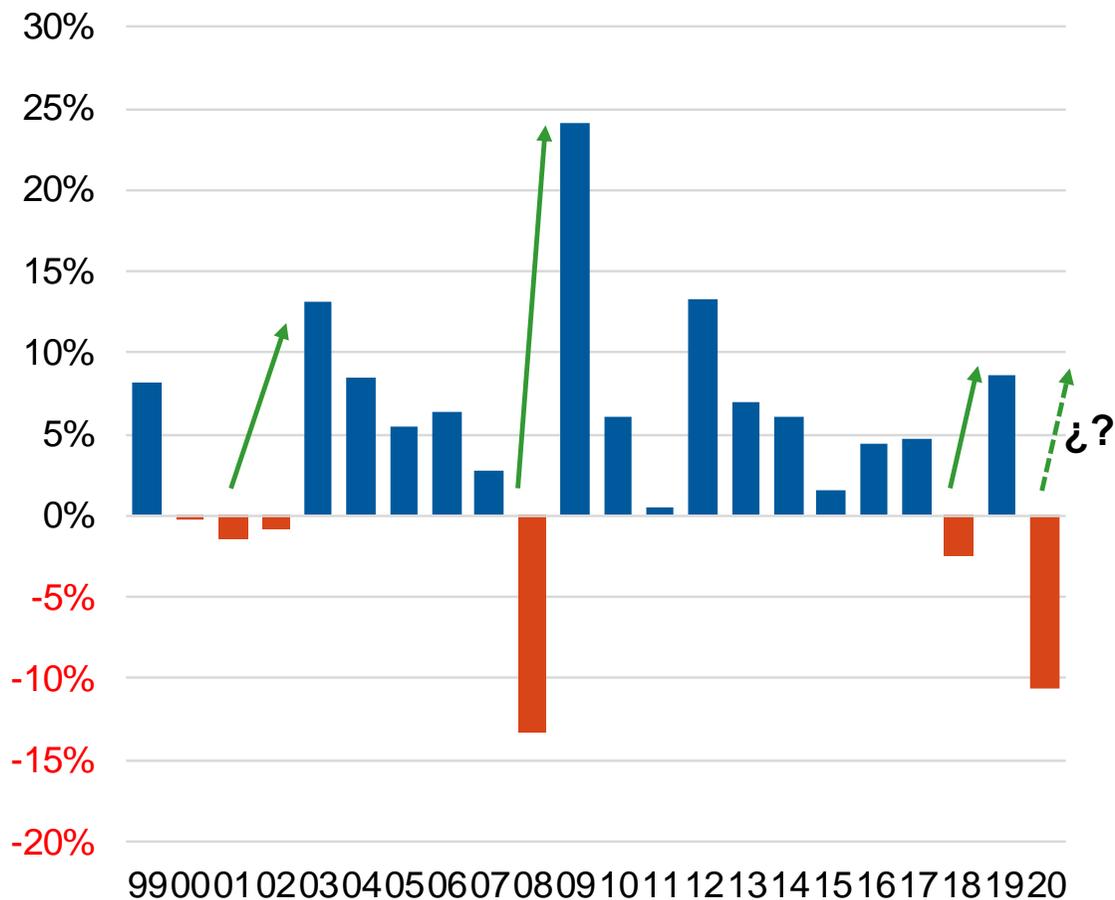


Establecimiento de unos niveles máximos de VaR (95%)



El *Benchmark* nos ayuda a analizar precedentes de recuperación en otros momentos de crisis (ejemplo cartera 15%RV)...

Rentabilidad anual histórica



... pero también a definir el **potencial de rentabilidad de la cartera**

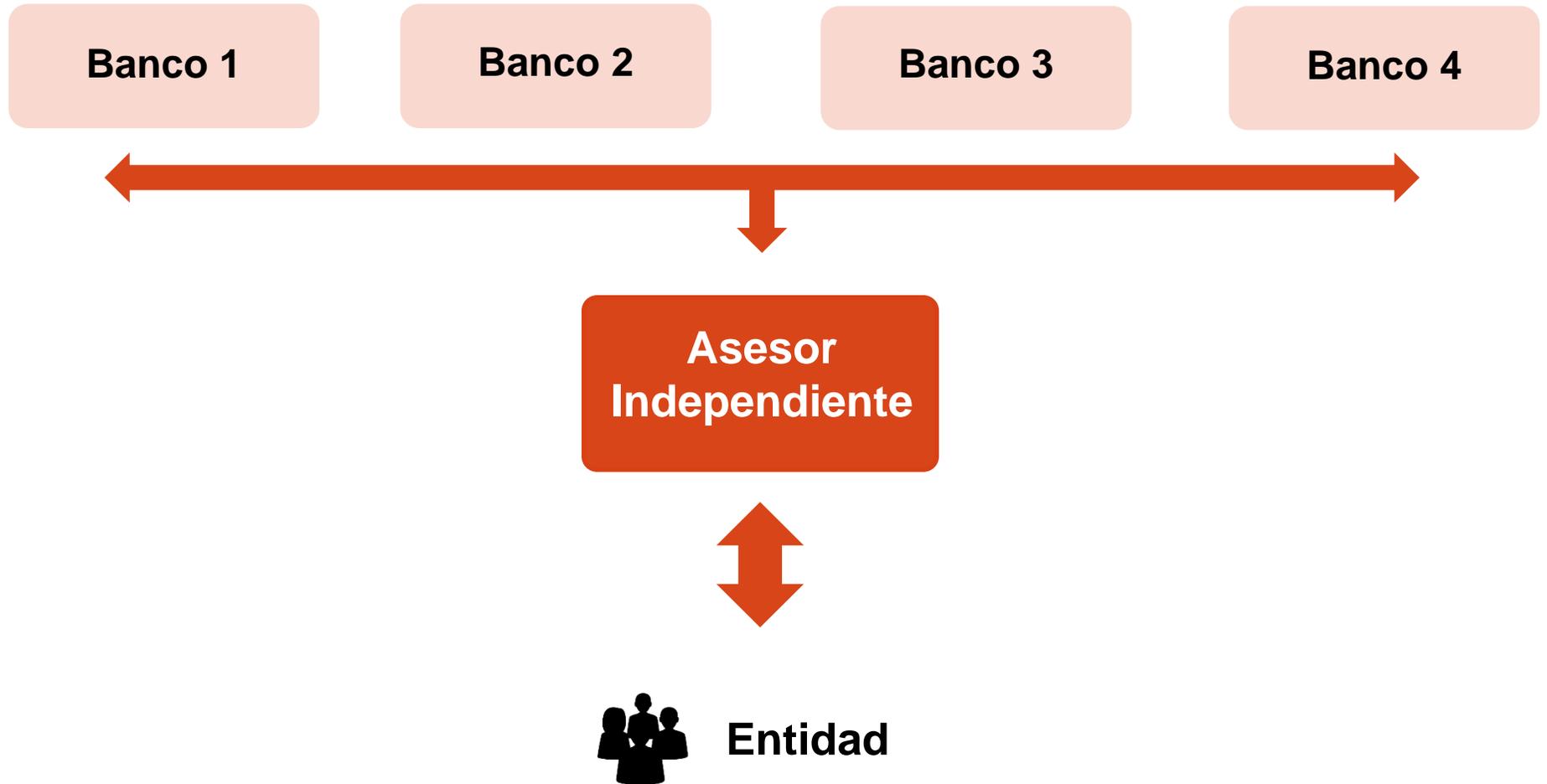
	Rent. (esp.)
Depos/Pagarés	0,1%
DP cp	0,3%
DP lp	1,5%
RF IG cp	1,1%
RF IG lp	0,7%
RF HY	3,0%
RF Emergente	5,7%
RV Europa	5,4%
RV EEUU	6,1%
RV Japón	4,5%
RV Emergente	9,0%

- **Deuda Pública:**
 - Subida gradual de tipos que permite obtener rentabilidad positiva (aunque escasa).
- **Renta Fija privada:**
 - Expectativa de incremento de los diferenciales de crédito y subida ligera de tipos.
 - La RF IG LP se ve penalizada por su elevada duración (menor rentabilidad esperada), mientras la RF HY se ve favorecida por una TIR superior.
- **Renta Variable:**
 - Expectativa de crecimiento de beneficios y estabilidad de múltiplos, así como rendimientos por dividendo positivos.

Rentabilidad y riesgo esperado para los índices de referencia

	1	2	3	4	5
Rentabilidad esperada	0,7%	1,4%	2,2%	2,9%	4,1%
Volatilidad esperada	1,9%	2,7%	4,2%	6,3%	9,6%
VaR (95%)	3,2%	4,5%	6,9%	10,3%	15,8%
TailVar (95%)	4,0%	5,7%	8,7%	12,9%	19,8%
Ratio de Sharpe	0,34	0,52	0,52	0,46	0,43
Prob. pérdida 12m	37%	30%	30%	32%	33%
Prob. pérdida 5 años	22%	12%	12%	15%	17%
Prob. ganancia 12m	63%	70%	70%	68%	67%
Prob. ganancia 5 años	78%	88%	88%	85%	83%
Prob. batir infl. 12m	0%	0%	0%	0%	0%
Prob. batir infl. 5 años	66%	82%	84%	82%	81%

La importancia de la **supervisión y control de las inversiones**



Seguimiento cartera: *reporting*

Comparación de valoración

Tipo de producto	17/07/2017		Entradas / Salidas	31/10/2017		Var. patrim.	% Var. patrim.	Rent. anual.
	Importe	Peso		Importe	Peso			
Cartera de inversión	14.037.996,94€	100,00%	+5.273.060,58€ /	0,00€ 19.350.532,16€	100,00%	39.474,64€	0,20%	-
Fondos de inversión	14.037.996,94€	100,00%	+5.273.060,58€ /	0,00€ 19.350.532,16€	100,00%	39.474,64€	0,20%	-
Total	14.037.996,94€	100,00%	+5.273.060,58€ /	0,00€ 19.350.532,16€	100,00%	39.474,64€	0,20%	-

Entradas: incluyen todas las operaciones de compra de fondos por aportaciones suplementarias, recibos, cambio de opción de inversión de entrada y movilizaciones de entrada al contrato durante el periodo seleccionado.

Salidas: incluyen todas las operaciones de venta de fondos por rescates, devolución de recibos, cambios de opción de inversión de salida, movilizaciones de salida y los gastos aplicados al contrato durante el periodo seleccionado.

Variación patrimonial: (Importe fecha final + Salidas) - (Importe fecha inicial + Entradas)

% Variación patrimonial: Variación Patrimonial / (Importe fecha inicial + Entradas). Para el cálculo de % Variación patrimonial total de uno o varios contratos/pólizas en las entradas no se consideran los cambios de opción de inversión de entrada.

Rent. Anual.: rentabilidad anual equivalente de la rentabilidad total del periodo analizado calculada según el método TWR (Rentabilidad ponderada en el tiempo) para inversiones superiores a un año.

Tipo de activo

17/07/2017



	Valoración	Peso
● Renta Fija	12.579.006,98€	89,61%
● Renta Variable	1.458.989,97€	10,39%
Total	14.037.996,94€	100,00%

31/10/2017



	Valoración	Peso
● Renta Fija	16.562.620,56€	85,59%
● Renta Variable	2.787.911,60€	14,41%
Total	19.350.532,16€	100,00%

Seguimiento cartera: *reporting*

Rentabilidad acumulada

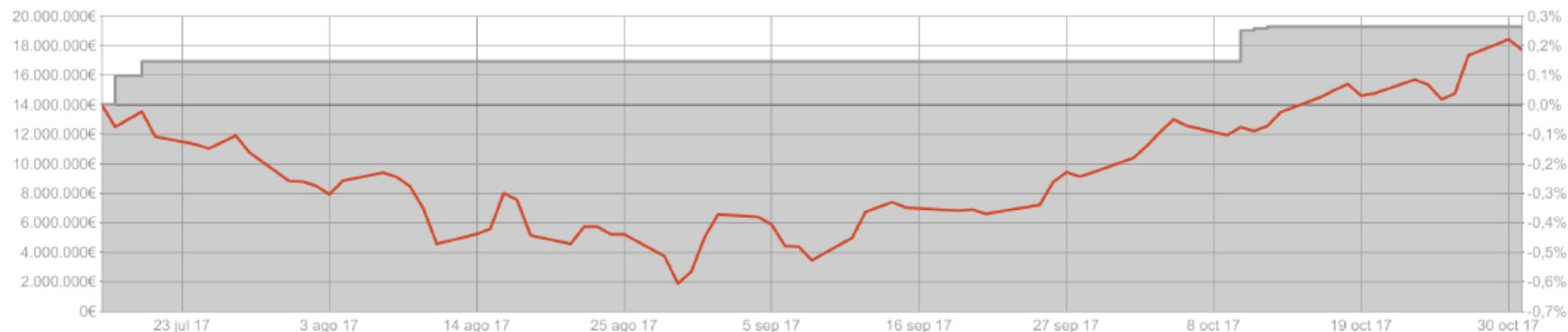
Rentabilidad entre 17/07/2017 y 31/10/2017: 0,19%

Rentabilidad calculada con el método TWR (Rentabilidad ponderada en el tiempo)

Variación patrimonial entre 17/07/2017 y 31/10/2017: 0,20%

% Variación patrimonial: Variación Patrimonial / (Importe fecha inicial + Entradas)
Variación Patrimonial = (Importe fecha final + Salidas) - (Importe fecha inicial + Entradas)

Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Todas las rentabilidades informadas son rentabilidades netas de los gastos aplicados a los contratos.



	1 mes	3 meses	6 meses	Año actual	1 año Desde inicio	Rent. anual.
● Multiproducto [AWM-0000649]	0,42%	0,45%	-	-	-	0,19%

Seguimiento cartera: *reporting*

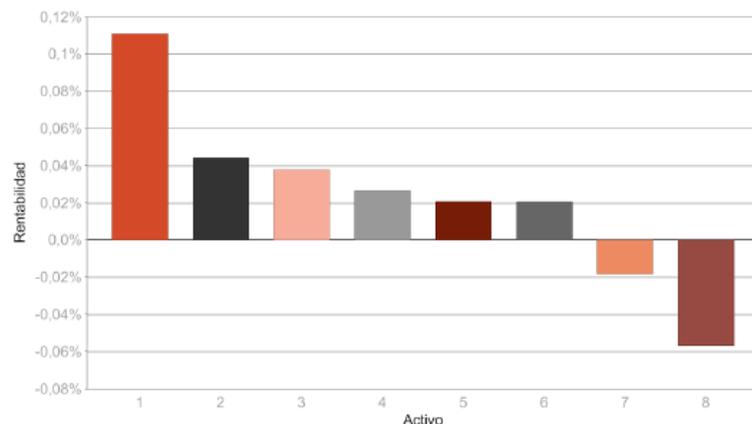


Contribuciones

Contribuciones por activo - Multiproducto [AWM-0000649]

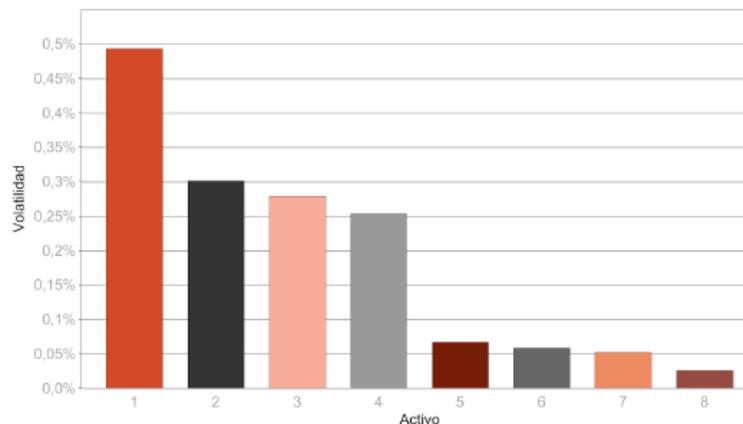
Contribuciones a la rentabilidad

Período de la contribución 17/07/2017 - 31/10/2017



Activo	Rentabilidad
● 1 - (FI) - FIRST EAGLE AMUNDI INTERNATIONAL AHE-C (FI)	0,11%
● 2 - (FI) - M&G GLOBAL FLOATING RATE HIGH YIELD FUND-EUR CHA	0,04%
● 3 - (FI) - AMUNDI ETF FLOATING RATE USD CORPORATE UCITS	0,04%
● 4 - (FI) - ROBECO GLOBAL CONSERVATIVE EQUITIES DEUR (FI)	0,03%
● 5 - Otros (4)	0,02%
● 6 - (FI) - G FUND ALPHA FIXED INCOME-IC (FI)	0,02%
● 7 - (FI) - DEUTSCHE INVEST I TOP DIVIDEND LC (FI)	-0,02%
● 8 - (FI) - PIMCO EMERGING MARKETS SHORT TERM LOCAL	-0,06%
Total	0,19%

Contribuciones al riesgo



Activo	Volatilidad
● 1 - (FI) - ROBECO GLOBAL CONSERVATIVE EQUITIES DEUR (FI)	0,49%
● 2 - (FI) - PIMCO EMERGING MARKETS SHORT TERM LOCAL	0,30%
● 3 - (FI) - FIRST EAGLE AMUNDI INTERNATIONAL AHE-C (FI)	0,28%
● 4 - (FI) - DEUTSCHE INVEST I TOP DIVIDEND LC (FI)	0,25%
● 5 - (FI) - M&G GLOBAL FLOATING RATE HIGH YIELD FUND-EUR CHA	0,07%
● 6 - (FI) - MUZINICH SHORT DURATION HY HDG EUR R ACC (FI)	0,06%
● 7 - Otros (4)	0,05%
● 8 - (FI) - AMUNDI ETF FLOATING RATE USD CORPORATE UCITS	0,03%
Total	1,53%

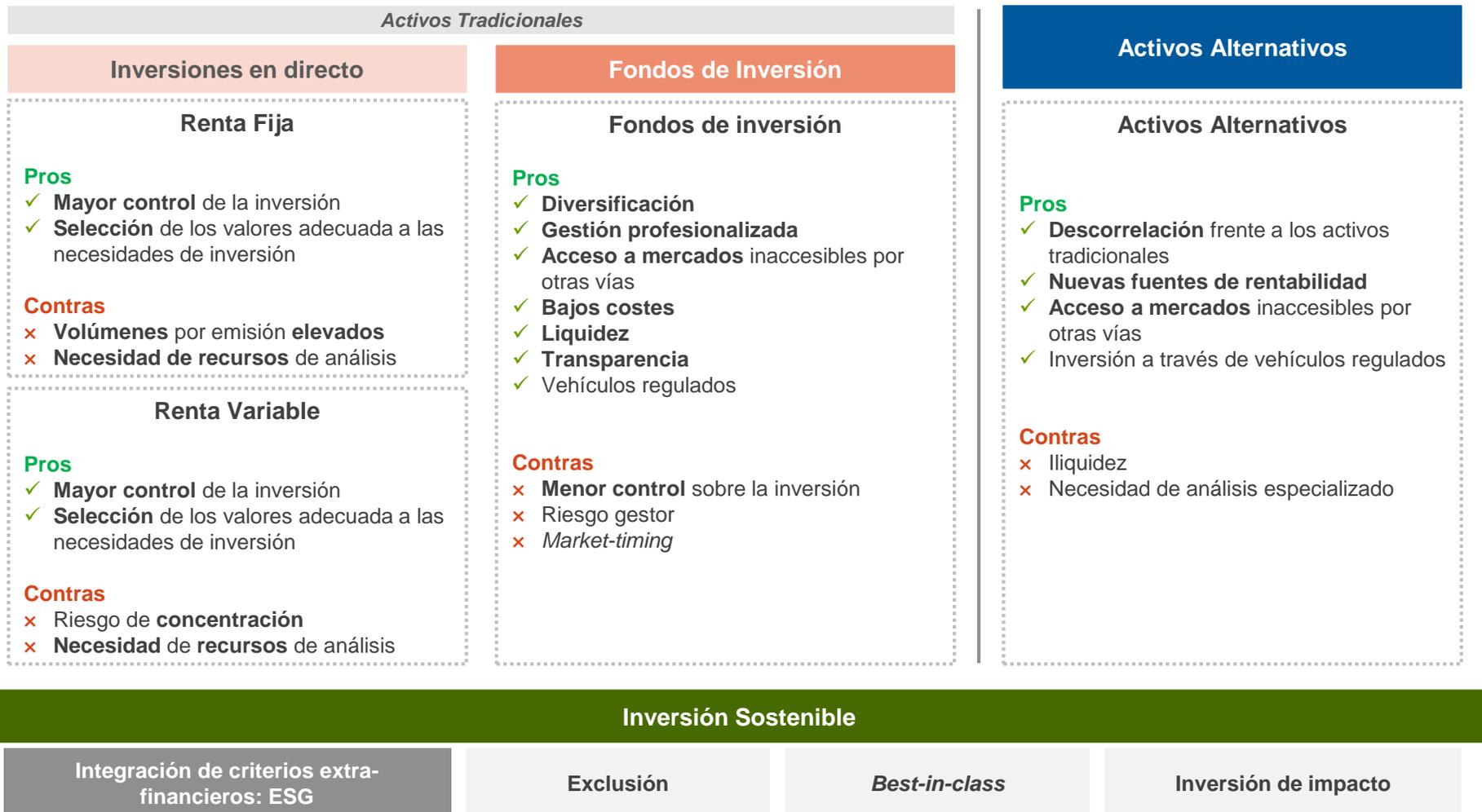
Universo de activos invertibles

- En un entorno tan complejo, es fundamental contar con una **amplia diversidad de herramientas**



Universo de activos invertibles

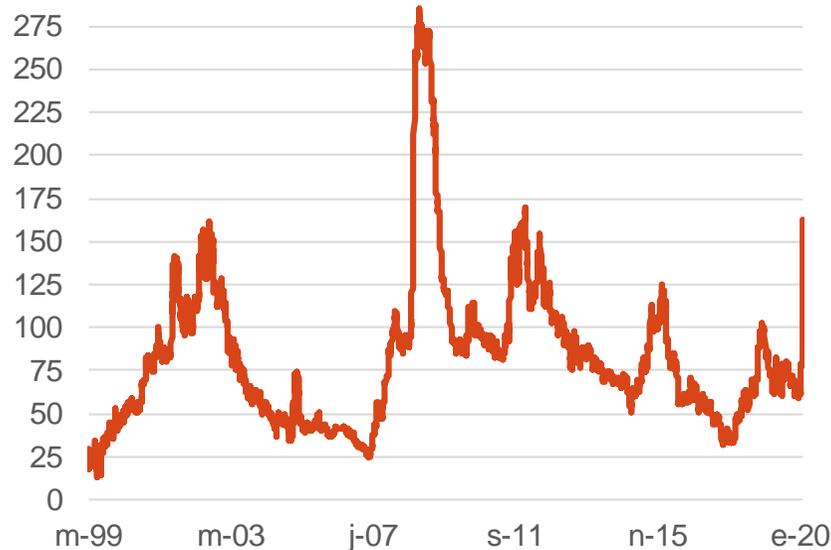
- En un entorno tan complejo, es fundamental contar con una **amplia diversidad de herramientas**



Oportunidades de esta crisis a medio y largo plazo en activos tradicionales

Crédito: vuelve a haber oportunidades en activos de calidad

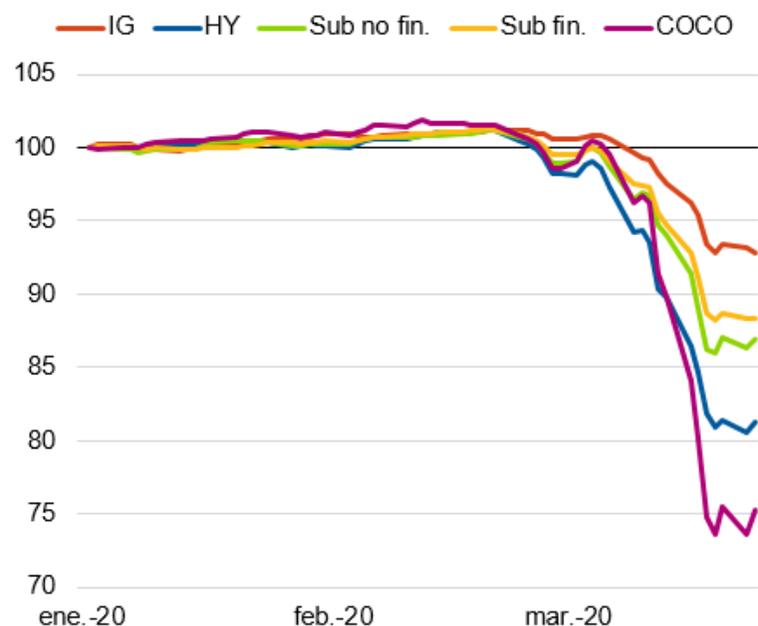
Evolución de diferenciales IG



Deuda Financiera (Senior Non Preferred)

ISIN	Emisor	Pais	Nominal	Rating	Cupón	Vencimiento	Fecha			
							próxima call	TIR a la Call	TIR efectiva	Dur. Efectiva
FR0013076353	Credit Agricole S.A.	FR	617,981	BBB1	2,8	27/01/2026			3,85	5,3
XS1562614831	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	ES	1000	BBB2	3,5	10/02/2027			4,07	6,09
XS1512677003	Banque Federative du Credit Mutuel	FR	700	A3	1,875	04/11/2026			3,12	6,14
XS1325645825	Bnp Paribas Sa	FR	750	BBB1	2,75	27/01/2026			3,18	5,38
FR0013155009	BPCE SA	FR	750	BBB1	2,875	22/04/2026			3,05	5,44
XS1808351214	Caixabank S.A.	ES	1000	BBB3	2,25	17/04/2030	17/04/2025	5,27	3,48	4,46
FR0013236544	Credit Mutuel Arkea	FR	500	BBB1	3,5	09/02/2029			4,03	7,61
XS1796079488	ING Groep N.V.	NL	750	BBB1	2	22/03/2030	22/03/2025	3,18	2,22	4,66
XS1548444816	Banco Santander S.A.	ES	1000	BBB1	3,125	19/01/2027			4,09	6,09
XS1195574881	Societe Generale S.A.	FR	1250	BBB2	2,625	27/02/2025			3,42	4,61
XS2055089457	UniCredit S.p.A.	IT	1250	BBB3	2	23/09/2029	23/09/2024	7,234	4,70	3,96

Crédito: ... y también en escalones de prelación subordinados, siempre en compañías de calidad



Deuda Sub. Investment Grade

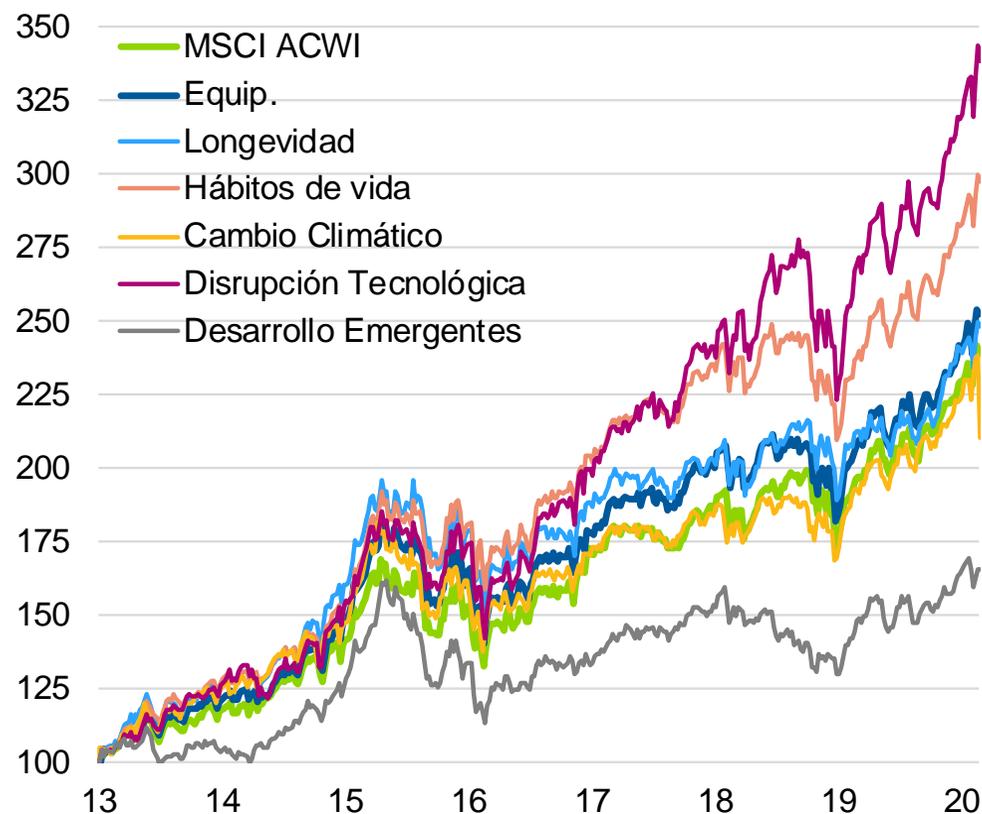
	ISIN	TIR	Duración	Rating	TIR <i>neto</i>	Vmto/Call	Vol.Emitido	Seniority	País
ASSICURAZIONI GENERALI	XS1428773763	4,22	6,44	BBB-	3,58	08/06/2028	850	Subordinated	IT
MAPFRE SA	ES0224244097	3,92	6,89	BBB-	3,29	07/09/2028	500	Subordinated	ES
AXA SA	XS1799611642	4,34	7,47	BBB+	3,60	28/05/2029	2.000	Subordinated	FR
RAIFFEISEN BANK INTL	XS2049823763	4,84	4,58	BBB-	4,25	12/03/2025	500	Subordinated	AT
CAIXABANK SA	XS1808351214	5,28	4,47	BBB-	4,64	17/04/2025	1.000	Subordinated	ES
EUROCLEAR INVESTMENTS SA	XS1797663967	2,78	6,97	A	2,54	11/04/2028	400	Subordinated	BE
SWISS RE FINANCE LUX	XS1963116964	3,94	8,39	A	3,56	30/04/2030	750	Subordinated	CH
BNP PARIBAS	FR0013431277	3,55	9,78	BBB+	2,83	02/07/2031	1.000	Subordinated	FR
AVIVA PLC	XS1242413679	4,22	5,00	BBB+	3,67	04/12/2025	900	Subordinated	GB
ALLIANZ SE	DE000A2YPFA1	3,53	8,56	A	3,18	25/09/2029	1.000	Subordinated	DE
DANSKE BANK A/S	XS2078761785	3,70	4,57	BBB	3,25	12/02/2025	750	Subordinated	DK
HANNOVER RE	XS2063350925	2,97	8,73	A-	2,68	09/07/2029	750	Subordinated	DE

	ISIN	TIR	Duración	Rating	TIR <i>neto</i>	Vmto/Call	Vol.Emitido	Seniority	País
AEGON NV	XS1886478806	7,72	6,88	BBB-	6,46	15/04/2029	500	Jr Subordinated	NL
COÖPERATIEVE RABOBANK UA	XS2050933972	8,51	5,69	BBB-	7,30	29/12/2026	1.250	Jr Subordinated	NL
CNP ASSURANCES	FR0013336534	8,39	6,37	BBB-	7,09	27/06/2028	500	Jr Subordinated	FR
NORDEA BANK ABP	XS1725580465	9,45	4,18	BBB	8,38	12/03/2025	750	Jr Subordinated	FI
BAYER AG	XS2077670342	4,97	6,45	BBB-	4,21	12/08/2027	750	Jr Subordinated	DE
ELECTRICITE DE FRANCE SA	FR0013464922	4,55	6,38	BBB-	3,87	03/09/2027	500	Jr Subordinated	FR
ENEL SPA	XS1713463559	4,66	5,71	BBB-	4,00	24/08/2026	750	Jr Subordinated	IT
ORANGE SA	FR0013447877	4,19	6,33	BBB-	3,57	19/12/2026	500	Jr Subordinated	FR
SUEZ	FR0013445335	3,41	5,91	BBB-	2,93	01/06/2026	500	Jr Subordinated	FR
MUNICH RE	XS1843448314	3,15	7,63	A	2,87	26/05/2029	1.250	Jr Subordinated	DE
TOTAL SA	XS1501166869	3,41	5,68	A	3,14	06/10/2026	1.500	Jr Subordinated	FR

Y en otros no tan
tradicionales...

Megatendencias: sin duda, esta crisis reforzará el potencial de algunas tendencias ya presentes en nuestra economía

- Una **Megatendencia** es aquel cambio social, político, económico o tecnológico que influye en un período prolongado de tiempo (10 años o más), de incidencia transversal y global.
- **Afi** ha detectado **cuatro megatendencias** que afectarán de forma determinante en los próximos años:



Megatendencias: sin duda, esta crisis reforzará el potencial de algunas tendencias ya presentes en nuestra economía



Megatendencias: sin duda, esta crisis reforzará el potencial de algunas tendencias ya presentes en nuestra economía

Identificación de Temáticas

MATRIZ MEGATENDENCIA - TEMÁTICA		MEGATENDENCIAS			
		Transformación demográfica	Planeta sostenible	Innovación	Desarrollo Emergente
TEMÁTICAS	1 Big Data				
	2 Biotecnología				
	3 Cambio Climático				
	4 China A				
	5 Ciberseguridad				
	6 Consumo (EM)				
	7 Digitalización				
	8 Eficiencia RRNN				
	9 Fintech				
	10 Hábitos de Consumo				
	11 Impacto Sostenible				
	12 Urbanización e Infraestructuras (EM)				
	13 Inteligencia Artificial				
	14 Longevidad				
	15 Lujo				
	16 Movilidad				
	17 Mercados Frontera				
	18 Next Technology				
	19 Nutrición				
	20 Robótica				
	21 Salud				
	22 Semiconductores				
	23 Smart Cities				
	24 Desintermediación financiera				
	25 Agribusiness				
	26 Blockchain				
	27 E-sports				

Evolución temáticas en 2020

Rentabilidad anual

Temática	Variación
1 E-sports	-8,1%
2 China A	-9,0%
3 Salud	-16,9%
4 Biotecnología	-18,4%
5 Next Technology	-20,4%
6 Consumo (EM)	-21,4%
7 Digitalización	-21,6%
8 Tecnología Global	-21,7%
9 Ciberseguridad	-22,3%
10 Inteligencia artificial	-23,6%
11 Block chain	-23,6%
12 Global	-23,9%
13 Cambio climático	-24,3%
14 Urbanización e Infraestructuras (EM)	-25,3%
15 Impacto sostenible	-25,4%
16 MSCI World	-25,8%
17 MSCI ACWI	-28,0%
18 Robótica	-28,3%
19 Nutrición	-28,4%
20 Hábitos de Consumo	-28,7%
21 Smart Cities	-28,9%
22 Fintech	-27,5%
23 Big Data	-27,7%
24 Longevidad	-28,1%
25 Eficiencia RRNN	-28,1%
26 Mercados Frontera	-28,3%
27 Lujo	-29,0%
28 Semiconductores	-29,6%
29 Movilidad	-30,6%



Inversión Sostenible

¿Qué implicaciones tiene la sostenibilidad para las inversiones?



Publicación de las políticas de integración ESG

Desarrollo de Política de inversión

La PI debe contar con un **Ideario Sostenible** que sirva como marco teórico de actuación

- **Exclusiones a nivel global de la cartera**
- **Integración de criterios ESG en el proceso de análisis y toma de decisiones de inversión:** *“Se priorizará en la medida de lo posible la inversión en instrumentos que tengan en cuenta criterios extra-financieros”*
- **Inversión Socialmente Responsable: compromiso** con la razón social de la entidad

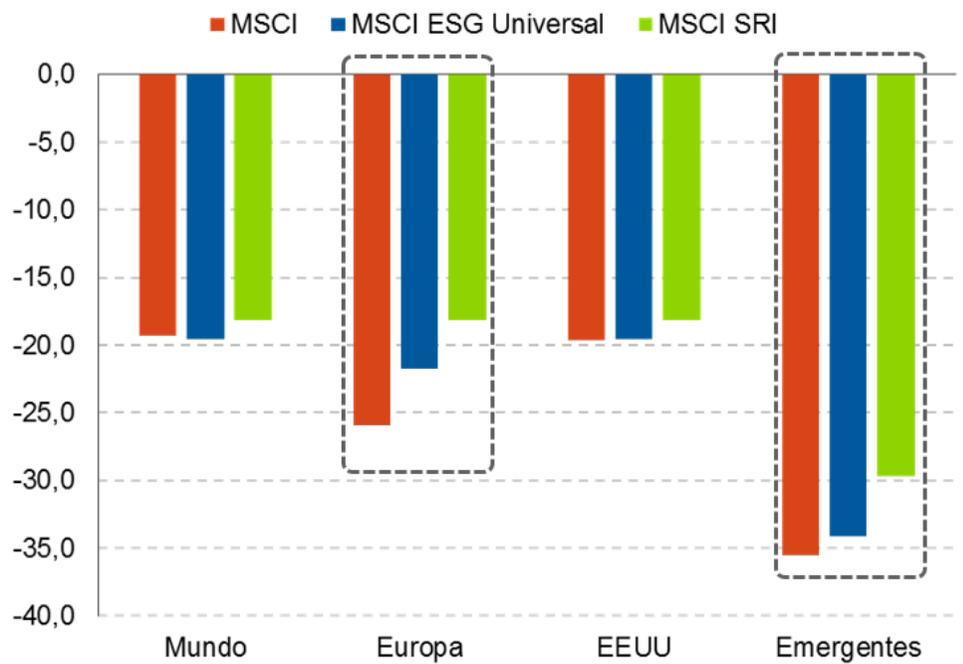


Dificultades

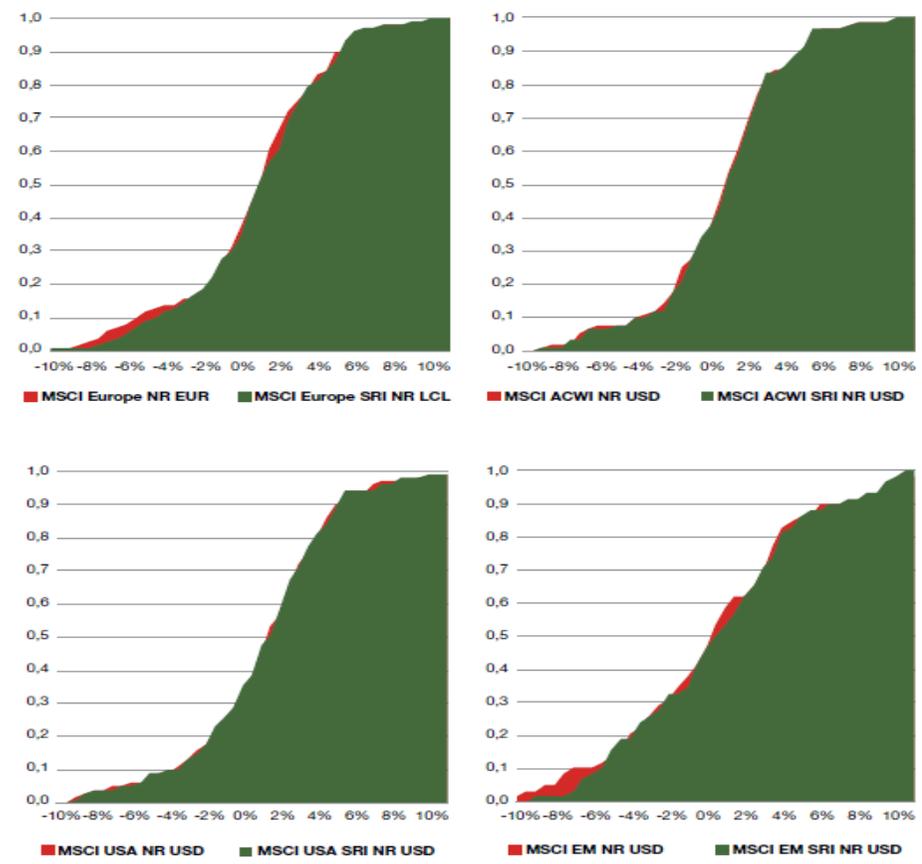
- Complejidad de análisis: **evitar el green washing**
- **Falta de consenso en el mercado:** indicadores, medición, etc.
- Actualización y desarrollo del **marco normativo**
- Seguimiento y *reporting*

Inversión Sostenible: ya sabíamos que la introducción de criterios ASG minoraba el riesgo de nuestras inversiones...

Drawdown a 5 años



Source: Morningstar Direct, Afi



Inversión Sostenible: ... y ese patrón se está repitiendo en esta crisis

Rentabilidad 2020

Rentabilidad	Marzo	1 Year	3 Years	5 Years
ACWI				
MSCI ACWI NR USD	-19,98	26,60	12,45	8,41
MSCI ACWI ESG Universal NR USD	-19,55	28,00	12,94	8,68
MSCI ACWI ESG Leaders NR USD	-19,74	27,17	12,67	8,56
MSCI ACWI SRI NR USD	-19,20	28,46	14,18	9,40
EEUU				
MSCI USA NR USD	-19,64	30,88	14,64	10,96
MSCI USA ESG Universal NR USD	-18,95	31,90	15,43	11,42
MSCI USA ESG Leaders NR USD	-19,61	30,90	14,76	10,46
MSCI USA SRI NR USD	-18,72	32,46	17,06	11,71
Europa				
MSCI Europe NR EUR	-24,16	26,05	7,52	6,65
MSCI Europe ESG Universal NR LCL	-22,48	25,77	8,37	7,58
MSCI Europe ESG Leaders NR LCL	-22,09	26,34	8,54	7,68
MSCI Europe SRI NR LCL	-20,75	28,02	10,40	9,36
Emergentes				
MSCI EM NR USD	-17,08	18,42	11,58	5,61
MSCI EM ESG Universal NR USD	-16,96	19,35	11,92	6,19
MSCI EM ESG Leaders NR USD	-16,95	19,76	12,65	7,29
MSCI EM SRI NR USD	-18,49	16,91	12,19	6,89

Máxima caída (*drawdown*) 2020

ACWI	Max Drawdown	Max Drawdown # of Periods	Max Drawdown Peak Date	Max Drawdown Valley Date
MSCI ACWI NR USD	-29,30	33,00	13/02/2020	16/03/2020
MSCI ACWI ESG Universal NR USD	-28,72	33,00	13/02/2020	16/03/2020
MSCI ACWI ESG Leaders NR USD	-28,82	26,00	20/02/2020	16/03/2020
MSCI ACWI SRI NR USD	-28,42	26,00	20/02/2020	16/03/2020
EEUU				
MSCI USA NR USD	-29,90	26,00	20/02/2020	16/03/2020
MSCI USA ESG Universal NR USD	-29,15	26,00	20/02/2020	16/03/2020
MSCI USA ESG Leaders NR USD	-29,68	26,00	20/02/2020	16/03/2020
MSCI USA SRI NR USD	-28,94	26,00	20/02/2020	16/03/2020
Europa				
MSCI Europe NR EUR	-34,19	26,00	20/02/2020	16/03/2020
MSCI Europe ESG Universal NR LCL	-31,97	26,00	20/02/2020	16/03/2020
MSCI Europe ESG Leaders NR LCL	-31,67	26,00	20/02/2020	16/03/2020
MSCI Europe SRI NR LCL	-30,65	26,00	20/02/2020	16/03/2020
Emergentes				
MSCI EM NR USD	-34,19	268,00	29/04/2015	21/01/2016
MSCI EM ESG Universal NR USD	-33,17	268,00	29/04/2015	21/01/2016
MSCI EM ESG Leaders NR USD	-30,75	268,00	29/04/2015	21/01/2016
MSCI EM SRI NR USD	-31,22	782,00	26/01/2018	17/03/2020

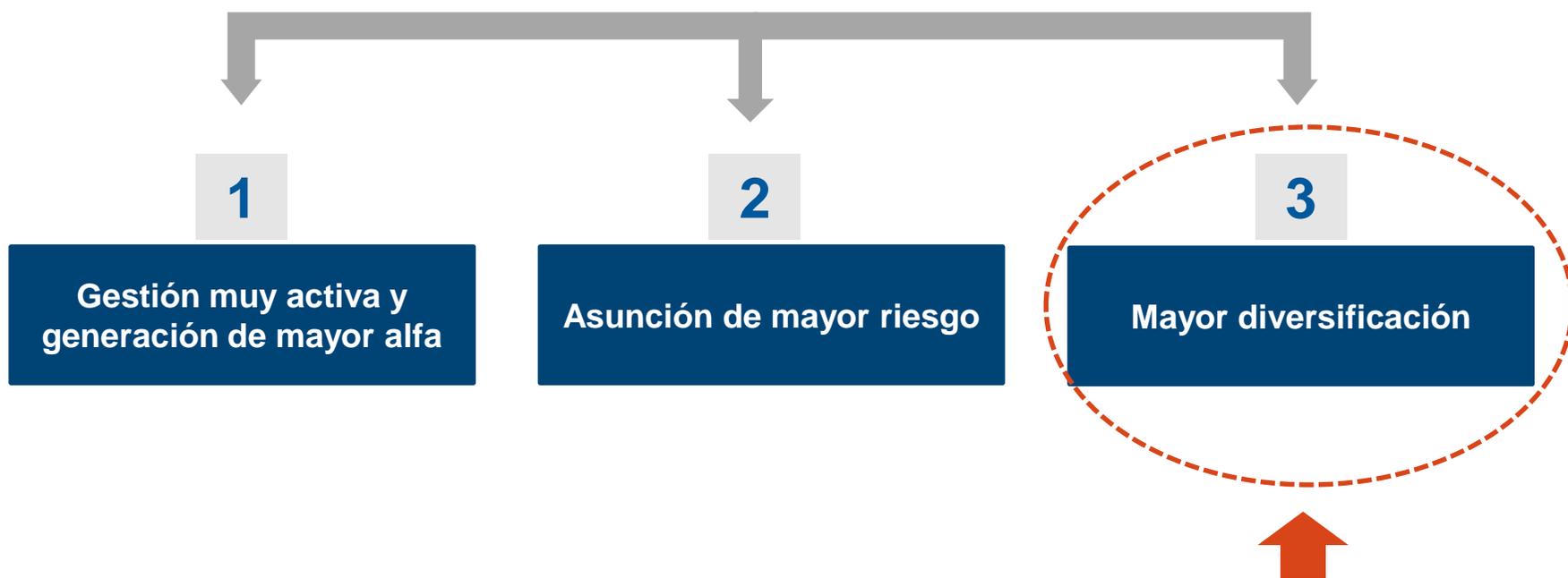
Activos Alternativos: Necesidad de buscar activos invertibles más allá de los cotizados

Limitaciones de la
gestión tradicional



Rentabilidades
decrecientes y
mayor volatilidad

¿Soluciones?



Activos Alternativos

Poder de diversificación

Los activos alternativos suelen presentar un bajo nivel de correlación frente a los activos tradicionales.

Menor liquidez

Los activos alternativos no suelen negociarse en mercados organizados. Y si lo hacen, con poca liquidez.



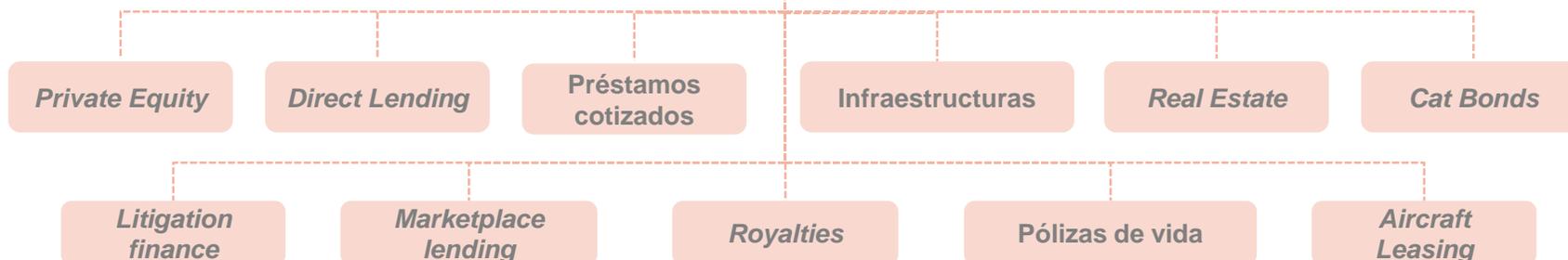
Activos alternativos

Menor conocimiento

Los activos alternativos han sido poco analizados y existen ciertos prejuicios.

Dispersión de resultados

Mayor dispersión de resultados entre gestores (importancia de la selección del gestor).



Activos Alternativos: La importancia de un análisis en profundidad

	Riesgo Crédito	Riesgo Mercado	Correlación Renta Variable	Correlación Renta Fija	Estabilidad de flujos	Potencial de revalorización	Correlación ciclo económico	Plazo de inversión	Liquidez
Deuda									
Préstamos cotizados	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Direct Lending	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Infraestructuras (Debt)	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Real Estate (Debt)	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Cat Bonds	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Marketplace Lending	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Equity									
Private Equity	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Activos Reales									
<i>Real Estate</i>									
Premium	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Value Add	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Oportunístico	●	●	●	●	●	●	●	●	●
<i>Infraestructuras</i>									
Reguladas	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Disponibilidad	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Demanda	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Aircraft Leasing	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Otros									
Pólizas de vida	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Litigation Finance	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Royalties	●	●	●	●	●	●	●	●	●

Fuente: Afi



GRACIAS

La información contenida en este informe se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se han tomado todas las precauciones razonables para garantizar que la información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta ni completa y no debe confiarse en ella como tal. Todas las opiniones incluidas en el documento se basan en el criterio de Afi Inversiones Globales SGIIC en la fecha de dicho informe y están sujetas a cambios.

El informe es propiedad de Afi Inversiones Globales SGIIC y es para uso exclusivo de la entidad destinataria del mismo.

Afi Inversiones Globales SGIIC no se responsabiliza de posibles desviaciones con respecto a la información suministrada, ni de las decisiones que se puedan adoptar en base a las conclusiones presentadas en el informe.

© Afi Inversiones Globales SGIIC, S.A. Todos los derechos reservados



Afi

© 2020 Afi. Todos los derechos reservados.