

1er Semestre 2024

Estimado inversor,

Cerramos estos primeros seis meses del año con la tendencia positiva que tomó fuerza a finales del ejercicio pasado. Entramos en el segundo año del mercado alcista iniciado en octubre de 2022, y esta tiene que ser la estrategia, a seguir a lo largo de este año: aprovechar las correcciones para sumarse a la tendencia principal. Los mercados alcistas en Estados Unidos tienen de media más de tres años y con una revalorización entorno al 150%. Llevamos 440 días y la revalorización se sitúa cerca del 60%, es por ello, que pensamos que le queda recorrido.

Bull Market			
Start Date	End Date	Trading Days	Percentage Change
01/03/1950	08/02/1956	1651	198.0%
10/22/1957	12/12/1961	1042	86.4%
06/26/1962	02/09/1966	913	79.8%
10/07/1966	11/29/1968	516	48.0%
05/26/1970	01/11/1973	665	73.5%
10/03/1974	11/28/1980	1555	125.6%
08/12/1982	08/25/1987	1274	228.8%
12/04/1987	03/24/2000	3109	582.1%
09/21/2001	01/04/2002	72	21.4%
07/23/2002	10/09/2007	1313	96.2%
11/20/2008	01/06/2009	30	24.2%
03/09/2009	02/19/2020	2756	400.5%
03/23/2020	01/03/2022	450	114.4%
10/12/2022	Current	440	58.4%
Average:		1128	152.7%
Median:		978	91.3%
Max:		3109	582.1%
Min:		30	21.4%

*A bull market is defined as 20% or more rally that were preceded by a -20% or more drop.
*A bear market is defined as a -20% or more drop that were preceded by a 20% or more rally.

A nivel macroeconómico se ha apuntalado el control de la inflación. Si hace poco más de un año y medio, la tasa de inflación se situó a ambos lados del Atlántico en el 10%, los últimos datos del mes de junio son muy alentadores: en la eurozona es del 2,5% y en Estados Unidos del 3%, si bien parece más difícil “la última milla” o el último tramo hasta llegar al 2% esperado, los niveles actuales eran impensables tan solo hace pocos trimestres. A nivel de crecimiento económico, la economía americana continúa mostrando dinamismo y con prácticamente pleno empleo, aunque los últimos datos ya muestran desaceleración. Por otro lado, la economía europea apenas crece mientras que los países emergentes lideran el crecimiento mundial.

Las necesarias políticas agresivas de subidas de tipos de interés durante estos dos años, jamás vistas en tan corto espacio de tiempo en la historia, llegaron a su fin el año pasado. En este ejercicio ya se ha empezado a revertir la situación. De momento, el Banco Central Europeo se ha adelantado por primera vez a la Reserva Federal bajando los tipos de interés en junio 25 p.b. hasta el 4,25%. Pensamos que más bajadas se van a producir en la segunda parte del año, tanto en la eurozona como en Estados Unidos. Los Bancos Centrales están en modo “datodependientes” e irán ajustando su política en función

de los datos de inflación y empleo, pero calculamos que la Fed puede bajar dos veces hasta final de diciembre y el BCE también. Hemos de recordar que este proceso está siendo en sí muy volátil, ya que al inicio del año se esperaba que la Fed recortara hasta siete veces y hace tan sólo uno o dos meses no se esperaba ninguna.

En este contexto, y después de varios trimestres comentándolo, las empresas han demostrado una vez más su capacidad de adaptación. Al final del día, los beneficios empresariales son un reflejo de las cotizaciones y una de las razones detrás del aumento de los mercados. La productividad está en auge gracias a los avances tecnológicos disponibles, y los economistas empiezan a descartar un aterrizaje brusco de la economía, favoreciendo en su lugar un aterrizaje suave o incluso la ausencia de recesión.

Pero estamos asistiendo a un nuevo paradigma y es la concentración de la subida de los mercados en un pequeño número de valores. Por ejemplo, las empresas conocidas como Los 7 Magníficos (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla) han aportado el 70% de la revalorización del S&P500 hasta junio, y el resto, nada menos 493 compañías el 30% restante. Las 10 mayores compañías suponen el 35% del total de la capitalización. Ello provoca que los índices no reflejen en absoluto la evolución de las bolsas.



Los principales índices han ofrecido buenos rendimientos, el Stoxx600 se alza un 6.7% mientras que el S&P lo ha hecho en más de un 14%. En Asia, la bolsa china continental se mantiene plana y la de Hong Kong sube casi un 4%. La rentabilidad de los principales bonos a 10 años se tensiona, así el 10 años americano cotiza en el 4,41% desde el 3,87% con que terminó diciembre, y el bund cierra en el 2,49% desde el 2,03% de hace seis meses.

Nosotros pensamos que la dicotomía actual entre unos valores que no paran de subir, con mucho “momentum” y con precios exigentes, y otro segmento del mercado con valores que llevan rentabilidades planas pero que están a ratios y precios muy atractivos, a pesar de que nadie los quiere, tiene que cambiar en algún momento produciéndose un trasvase de unos hacia otros. Este hecho haría ampliar el número de valores en tendencia en el mercado, es decir, la amplitud de mercado, que

provocaría un alza más extensa y no centrada en pocos valores y que redonda en una tendencia alcista más sólida.

Pero diversos estudios cuantitativos nos muestran que la fortaleza del mercado en estos primeros seis meses, se ha repetido en el pasado y significan buenas noticias, pues con un porcentaje de acierto de más del 82% suelen seguir en la segunda parte del ejercicio con rentabilidades adicionales de entre un 8 y un 9%.

Don't Give Up On The Bull Market Yet				
S&P 500 Returns After >10% YTD At The Middle Of The Year				
Year	S&P 500 Index Returns			
	YTD Return	Next 3 Months	Rest of Year	Full Year
1954	17.7%	10.6%	23.2%	45.0%
1955	14.0%	6.4%	10.8%	26.4%
1958	13.1%	10.7%	22.0%	38.1%
1961	11.2%	3.2%	10.7%	23.1%
1967	12.8%	6.7%	6.4%	20.1%
1975	38.8%	-11.9%	-5.3%	31.5%
1976	15.6%	0.9%	3.0%	19.1%
1983	19.5%	-1.2%	-1.9%	17.3%
1985	14.7%	-5.1%	10.1%	26.3%
1986	18.7%	-7.8%	-3.5%	14.6%
1987	25.5%	5.9%	-18.7%	2.0%
1988	10.7%	-0.6%	1.5%	12.4%
1989	14.5%	9.8%	11.1%	27.3%
1991	12.4%	4.5%	12.4%	26.3%
1995	18.6%	7.3%	13.1%	34.1%
1997	19.5%	7.0%	9.6%	31.0%
1998	16.8%	-10.3%	8.4%	26.7%
1999	11.7%	-6.6%	7.0%	19.5%
2003	10.8%	2.2%	14.1%	26.4%
2013	12.6%	4.7%	15.1%	29.6%
2019	17.3%	1.2%	9.8%	28.9%
2021	14.4%	0.2%	10.9%	26.9%
2023	15.9%	-3.6%	7.2%	24.2%
2024	14.9%	?	?	?
Average		1.5%	7.7%	25.1%
Median		2.2%	9.8%	26.4%
% Higher		65.2%	82.6%	100.0%

Existen riesgos que nos hacen estar en alerta. Uno, que llevamos demasiado tiempo con él, que son los dos conflictos presentes que se muestran enquistados y de difícil solución. El otro, también geopolítico, es que está siendo un año de muchas elecciones, se celebrarán más de 60 en este 2024. Hemos asistido a varias importantes como en India, Argentina, Inglaterra y la Unión Europea entre otras. En este último caso, provocó un terremoto político en Francia con nuevas elecciones al parlamento francés incluidas, que borró en una semana todas las plusvalías que la bolsa francesa llevaba en el año. Así, que las más determinantes de todas, las elecciones americanas del mes de noviembre serán un acontecimiento que afectará seguro a los mercados. De hecho, ya les está afectando con el baile de candidatos y el intento de asesinato de Donald Trump mientras estoy escribiendo este informe. La evolución de determinados sectores, mercados y divisas en el corto plazo vendrá dada por dichas elecciones.

Seguimos positivos en los mercados. Hay sectores con fuerte recorrido en el mercado lejos de los semiconductores y los grandes valores tecnológicos. También hay zonas geográficas con un fuerte potencial, como la de Asia, cuyas bolsas no reflejan el dinamismo económico de la región. Es probable que el dinero fluya hacia estos otros activos en esta segunda parte del año. Las bajadas de tipos de interés que se producirán son buenas para las empresas y también para las cotizaciones. La macroeconomía se encuentra en un punto certero, ni recalentada ni con necesidad de ayudas, “goldilocks” como dicen los anglosajones. Todo esto ayuda a mantener la buena tendencia mostrada hasta ahora en este 2024.

Atentamente,



Kai Torrella Fajas
Consejero Delegado

DOSIER DE PRENSA

OPINIÓN | 25 ABR., 2024

'Despertares'

Tribuna de opinión de Kai Torrella Fajas, Consejero Delegado de Gesinter SGIC.

POR KAI TORRELLA



'Despertares' ('Awakenings' en inglés) es una película estrenada en 1990 y que estuvo nominada a tres Oscars, entre ellos mejor película y mejor actor principal para Robert De Niro.



La película relata la historia real del descubrimiento, en 1969, de los efectos benéficos temporales de la L-dopa y su aplicación a pacientes catatónicos que sobrevivieron a la epidemia de encefalitis letárgica de 1917 a 1928.



El actor **Robin Williams** interpreta al neurólogo Malcolm Sayer, quien se enfrenta al escepticismo de sus colegas y familiares de pacientes al proponer que estos pacientes tienen posibilidades de volver a vivir y que su enfermedad podría ser un mal de Parkinson agravado. A través de su investigación, Sayer se familiariza con un nuevo fármaco utilizado para tratar el Parkinson, y decide probarlo con uno de sus pacientes, Leonard Lowe, interpretado por Robert De Niro. Tras muchos intentos fallidos, Leonard despierta, lo que lleva al doctor a recibir la aceptación de colegas y familiares, y también su ayuda económica, para tratar a todos sus pacientes con este fármaco.

Pues bien, "Despertares" es lo que creo que está sucediendo a varios **segmentos del mercado** en los últimos meses después de años, lustros y en algunos casos décadas de aletargamiento total. La bolsa americana, reina absoluta de los rendimientos positivos todos estos años, está cediendo cierto espacio a buscadores de oportunidades en otras latitudes.

El caso más paradigmático y que más repercusión ha tenido es el de la **bolsa japonesa**. El **Nikkei** marcó el máximo de los últimos años allá por 1989 y no fue capaz de rebasarlo hasta el marzo pasado, 35 años, en los que fue un apestado.

Si tomamos como referencia el **Eurostoxx50**, las 50 mayores empresas del área euro, observamos una muy buena evolución, pero todavía no ha llegado al pico del año 2000 aunque cada vez se le acerca más, pero son 24 años. Incluso el **Ibex35**, aunque si lejos de los niveles del 2007 antes de la crisis financiera, no alcanzaba los 11.000 puntos desde 2017, hace siete años ya.

La **bolsa inglesa**, que sale en más de un "screening" como de las más baratas, está rompiendo los máximos de 2018 y 2022 mientras escribo esta tribuna. Pero sectorialmente también han despertado sectores denostados como el sector bancario europeo, que tras casi triplicar desde los mínimos de 2020, se acerca a los niveles del 2015, el máximo anterior. Existe algún que otro sector más despertando, que solo ha provocado aburrimento y pérdidas durante estos últimos años. Sí, lo sé, no están los dividendos, pero tan solo quiero mostrar que se están alcanzando niveles significativos.

Siguiendo la trayectoria de los índices americanos, los líderes indiscutibles, podemos ver qué sucede cuando se rompen niveles que habían sido máximos antaño. El **S&P500** barrió las cotas máximas de 2000 y 2007 en 2013, y el **Nasdaq** tardó hasta el 2016 en romper los máximos previos a la burbuja punta com. Lo que ha sucedido después ha sido más que positivo.

Pienso que estamos como siempre en momentos complejos, que los niveles alcanzados son altos, pero el hecho de haberlos alcanzado muestra la tracción que presentan los mercados que hemos mencionado, lo veo como un signo positivo. Como un despertar. Como en la película, a veces, incluso después de largos periodos de aletargamiento, hay esperanza y oportunidad para un nuevo comienzo.

BOLSA ESPAÑOLA | 20 MAY., 2024

¡Pasen y vean!

Artículo de opinión de Kai Torrella Fajas, Consejero Delegado de Gesinter SGIC.

POR KAI TORRELLA



La expresión "¡Pasen y vean!" está asociada a los espectáculos circenses, que se utilizaba para atraer público, "Come and See!". Con el tiempo, también se ha utilizado en contextos promocionales para invitar a gente a participar de un evento, por ejemplo. Pues desde hace unos meses, con el más puro estilo del maestro de ceremonias de Cabaret, papel excepcionalmente interpretado por Joel Grey que le valió un Oscar, alguien ha invitado a entrar a la bolsa española, que se encontraba apollada y sin provocar ninguna atracción inversora.



Aprovechando que el jueves el **Dow Jones** marcó el número redondo de los 40.000 puntos, me acordé que hubo un momento el que cotizaba parejo con el **Ibex35**. Y era así. Si, y solamente para un nivel visual, no contamos los dividendos, que en caso del Ibex han sido cuantiosos, en diciembre de 1999, hace unos 25 años, el Dow Jones cerró en 11.497 y el Ibex35 en 11.641. Mientras que el Dow ha multiplicado por cuatro, nosotros estamos llegando a esa cuota de 1999. Las comparaciones son odiosas.



Ha sido una travesía del desierto, en la que comprar fondos que invertían en España no tenía ningún sentido visto los costes de oportunidad que había en otras zonas, muchas gestoras redenominaron los fondos, otras los cerraron y, en general, se quedaron en volúmenes muy bajos. A nivel de valores, apenas se salvaban algunos como **Inditex**, **Ferrovial** o **Iberdrola**, mientras la mayoría sufría verdaderas palizas desde los máximos.

Pero desde hace unos meses, alguien decidió **abrir la puerta de la bolsa española**, ¡pasen y vean!, y lo que han visto los inversores han sido muy buenas oportunidades, tanto los inversores internacionales como los potentes estatales.

Desde que se abrieron las puertas puede haber sido lo más parecido a un "garage selling" americano, pues han venido todos. **Bondalti** lanzó una OPA sobre **Errcos**, **Ganz-Mavag** hace lo mismo sobre **Talgo**, **Saudi Telecom** compra el 10% de **Telefónica** a lo que se une el Estado con otro 10%, posibles movimientos corporativos para desbloquear la situación accionarial en **Naturgy** aupán la acción desde mínimos, el **BBVA tras un intento fallido hace pocos años, lanza una OPA hostil sobre el Banco Sabadell**, y **Criteria** eleva su posición en **Colonial** hasta el 17%. No está nada mal en lo que llevamos de año.

Esto no hace más que indicar que hay muchas empresas olvidadas cotizando a unos ratios muy interesantes pero no atraían a ningún inversor por lo que fuere. Esto ha cambiado, y lo normal es que este melón que se ha abierto continúe en los próximos trimestres. Una vez vuelves a estar en el escaparate, las percepciones cambian y mucha más gente mira y observa.

Como dice la canción en la película:

"Willkommen! And bienvenue! Welcome!

Fremder, étranger, stranger

Glücklich zu sehen

Je suis enchanté

Happy to see you

Bleibe, reste, stay"

CUADRO DE RENTABILIDADES

IIC	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GESINTER FLEXIBLE STRATEGY Intervalor Bolsa Mixto	+20,23%	+3,19%	-12,01%	+7,85%	+12,17%	-3,53%	+11,21%	+14,08%
GESINTER CHINA INFLUENCE Intervalor Fondos	+19,56%	+5,50%	-15,32%	+6,91%	+8,45%	-2,29%	-0,47%	+13,17%
GESINTER WORLD SELECTION Intervalor Accs. Int.	+34,74%	+4,72%	-17,52%	+5,11%	+31,85%	-5,80%	-3,67%	+17,89%
TORRELLA INVERSIONES SICAV	+27,49%	+6,21%	-15,92%	+3,52%	+32,15%	-4,76%	-3,05%	+16,66%

IIC	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Junio 2024
GESINTER FLEXIBLE STRATEGY Intervalor Bolsa Mixto	+2,22%	-11,56%	+6,98%	-3,37%	+7,00%	-10,98%	+14,87%	+2,93%
GESINTER CHINA INFLUENCE Intervalor Fondos	+9,51%	-15,32%	+11,37%	-11,25%	+2,46%	-15,56%	+0,67%	+2,33%
GESINTER WORLD SELECTION Intervalor Accs. Int.	+12,25%	-22,66%	+6,69%	-10,19%	+10,21%	-17,43%	+18,82%	+1,84%
TORRELLA INVERSIONES SICAV	+11,65%	-23,23%	+6,51%	-8,44%	+9,06%	-16,48%	+16,76%	+1,99%
GESINTER GOLDEN FOCUS							+10,50%	+1,43%