

1er Semestre 2019

Estimado partícipe,

En estos primeros seis meses del ejercicio hemos asistido a una recuperación de las bolsas que, no hace más que afianzar la tesis de que los episodios vividos en Diciembre del ejercicio pasado fueron fruto de una oleada de pánico que preveía una recesión de una magnitud como la que vivimos en 2008 y que no se ha producido. Estamos en un proceso de desaceleración pero algunos indicadores líderes nos hacen prever un segundo semestre de mejora. A ello ha ayudado, sin duda, el cambio de sesgo de los discursos por parte de los Bancos Centrales a ambos lados del Atlántico, mientras Mario Draghi anunció medidas de liquidez y que no subirá tipos este año, su homólogo Jerome Powell rectificó su discurso de Diciembre pasado en el que marcaba entre dos y tres subidas de tipos para el presente ejercicio para dejar entrever probables bajadas para el resto del año. Pero también han contribuido unos resultados empresariales que cumplen las expectativas y en determinados sectores las sorprenden al alza.

Todo ello lo hemos tenido que lidiar con incertidumbres centradas en conflictos geopolíticos. A pesar de haberse vivido momentos tensos, ha bajado el “suflé” sobre la guerra comercial tras la cumbre del G20, pero no se ha dirimido ningún acuerdo entre Estados Unidos y China. Por otro lado, hemos vivido elecciones en la eurozona en la que los partidos extremistas no han logrado acaparar ninguna victoria. A nivel local, también hemos tenido elecciones en España con el triunfo socialista aunque falta por ver la posible formación de gobierno. Pero lo más incierto que afecta a Europa es la resolución del Brexit, con dimisión de Theresa May incluida y a falta de la designación de un nuevo primer ministro que tendrá que lidiar la resolución del conflicto, en el mejor de los casos, con la UE.

En este contexto, las bolsas europeas han rebotado con fuerza. El Eurostoxx 50 se alza en estos seis meses un 15%, destacar que el Ibex35 se ha comportado algo peor por el peso del sector bancario y obtiene una revalorización del 7%. El precio del barril de petróleo sube con fuerza un 28%. En este entorno el dólar se mantiene estable y poco volátil con una apreciación de menos del 1% frente al euro, cerrando en 1,1373. Pero si hemos de destacar un tema serían los tipos de interés en negativo, que cada vez se amplían a más países y a tramos más largos de la curva, en dónde por poner dos ejemplos tenemos al Bund alemán a 10 años al -0,328% o la Letra del Tesoro español a 1 año al -0,46%. También mencionar que a pesar de que ya no sale en las noticias la prima de riesgo se sitúa en los 72 p.b. muy lejos de los peores momentos de la crisis que se situaba por encima de 600 p.b.

Cerramos un semestre de rebote de las bolsas. Nuestra opinión es que continuarán las alzas a lo largo del segundo semestre. Existe una gran liquidez en el mercado pendiente de entrar y que debería sustentarlo en los momentos complicados. Por otro lado, tendremos que lidiar con las incertidumbres citadas del Brexit y los acuerdos comerciales. En los meses de verano, asistiremos a las medidas adoptadas por parte de los Bancos Centrales que serán expansivas apuntalado la recuperación. Los resultados empresariales del primer semestre deben afianzar los mercados en unos meses que hemos vivido de relativa poca volatilidad.

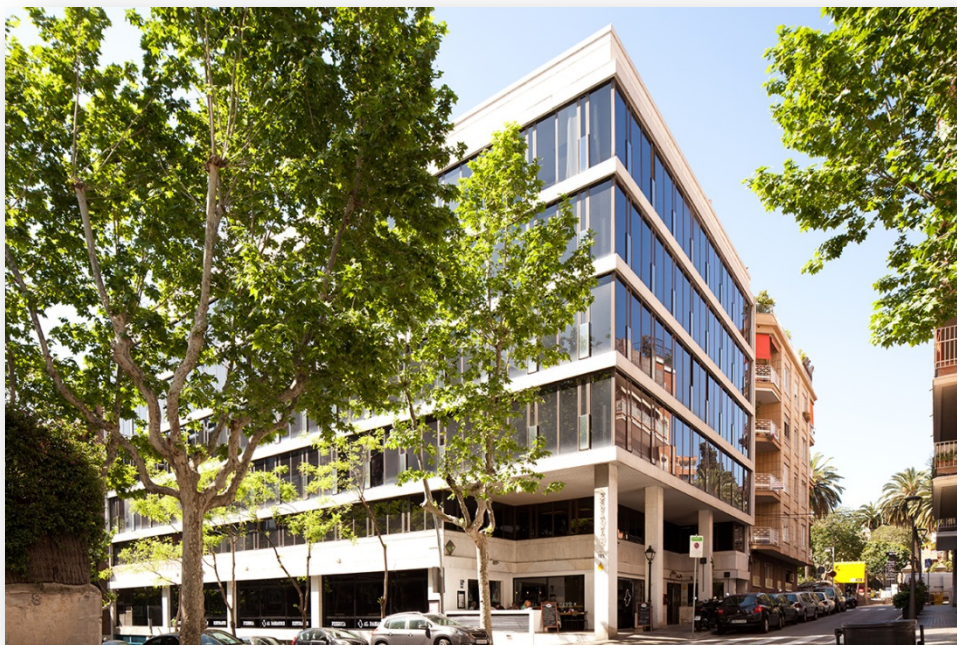
Aprovechamos asimismo esta carta para informarle que **Gesinter se traslada de oficinas** el próximo mes de Agosto. Las nuevas oficinas están ubicadas en la **calle Platón número 6, 2<sup>o</sup>1<sup>a</sup>** a tan sólo 50 metros de donde hemos estado durante todos estos años. Le animamos pues a visitarnos y, como siempre, seguiremos atendiéndole con el trato profesional y personalizado que nos caracteriza.



Ricard Torrella Fajas  
Consejero Delegado



### NUEVAS OFICINAS: Edificio Platón



CUADRO DE RENTABILIDADES

Fondos de Inversión	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30/06/2019
INTERVALOR BOLSA MIXTO FI Mixto Renta Variable Euro	20,23%	3,19%	-12,01%	7,85%	12,17%	-3,53%	11,21%	14,08%	2,22%	-11,56%	4,83%
INTERVALOR FONDOS FI Fondos de Fondos Global	19,56%	5,50%	-15,32%	6,91%	8,45%	-2,29%	-0,47%	13,17%	9,51%	-15,32%	8,54%
INTERVALOR ACCIONES INTERNAC. FI Renta Variable Euro	34,74%	4,72%	-17,52%	5,11%	31,85%	-5,80%	-3,67%	17,89%	12,25%	-22,66%	5,51%

DOSIER DE PRENSA      Artículo seleccionado por GESINTER

El mundo al revés: los inversores pagan por prestar más de medio billón de euros de deuda pública española

[E elpais.com/economia/2019/07/06/actualidad/1562430104\\_621055.html](http://elpais.com/economia/2019/07/06/actualidad/1562430104_621055.html)

Antonio Maqueda

7 de julio de 2019



En la eurozona, de los casi 8 billones de euros emitidos en deuda pública, el 62,5% presenta tipos negativos. Los inversores pagan por tener títulos del Reino de España con vencimientos hasta los 7

años. En Alemania, más del 90% de la deuda estatal cotiza en negativo y hay que irse a un bono a casi 20 años para lograr una rentabilidad positiva del 0,022%. A diez años, arroja un rendimiento del -0,365%. El francés está en el -0,09%.

**Pero ¿cómo es posible que un título tenga un interés negativo?** Un bono se compone de un dinero que se presta —también llamado principal—, y de un interés o cupón que se abona como contraprestación. Una vez emitido, el título puede venderse en un mercado secundario en el que cotiza, y por tanto su precio puede subir o bajar en función de la demanda. Sin embargo, el interés y el principal que da el bono siguen siendo los mismos. Un ejemplo: un bono de 100 euros con un interés del 3% anual a diez años. Aunque en el mercado sea vendido a 120 euros, lo que tiene el comprador es un título que le reportará al cabo de 10 años 130 euros. Es decir, cuando sube el precio de ese bono, como en realidad el cupón que da es fijo, la rentabilidad cae. Para que los bonos estén en negativo, el precio tiene que haberse elevado mucho. En el caso del ejemplo estaría por encima de los 130 euros. Algunos inversores podrían considerar poco atractivos los precios actuales de la deuda. Sin embargo, el BCE ha garantizado que la política monetaria seguirá laxa, así que los inversores compran pensando que los precios incluso podrían subir más si vuelven a bajar los tipos o si se inyecta más liquidez, según explica Francisco Vidal, economista jefe de Intermoney.

**Pero ¿cómo pueden invertir en algo con lo que pierden dinero?** Al enfrentarse con la crisis, el BCE inundó de liquidez el sistema financiero para reflotar la economía. Pero esos fondos no circulaban por los apuros de las entidades. Así que el eurobanco decidió cobrar a la banca por la liquidez que dejan en sus arcas a diario. Hoy el dinero es algo electrónico, que o bien se presta o bien se deja como un apunte contable en el BCE. La alternativa es convertirlo en billetes y almacenarlo en cámaras acorazadas. Sin embargo, conllevaría unos costes sustanciales. Hay que comprar o alquilar locales. Dotarlos de complejos dispositivos de seguridad. Y orquestar una logística endiablada para mover el dinero allá donde se precise. De modo que las entidades no tienen más remedio que pagar el peaje que cobra el BCE. Si bien buscan formas más baratas de gestionar su liquidez. Con tal de evitar el -0,4% del BCE, los bancos incluso se prestan entre ellos en negativo.

Pero esta no es la principal vía para colocar sus enormes picos de tesorería. Desde la crisis los bancos se fían poco entre ellos. Prefieren adquirir deuda pública, considerada segura, muy líquida y admitida legalmente sin que penalice sus balances. Solo que los fondos de pensiones también tienen que invertir en masa en deuda. Y las aseguradoras la usan para cuadrar su balance como garantías frente a compromisos financieros futuros. Además, las grandes empresas pueden considerar más barato comprar un bono a que le cobren por los depósitos como ya hacen los bancos. Así, la demanda de bonos lleva disparada varios años.

Y en este contexto de elevada demanda, el BCE se lanzó a comprar títulos en 2015 hasta quedarse con una cuarta parte de toda la deuda pública de la zona euro. Existe tanto interés que los precios se han disparado y se dan rentabilidades negativas desde 2016.

Cuando además aprieta la incertidumbre y los inversores abandonan los productos de riesgo, entonces prolifera la demanda de activos seguros y se ahonda todavía más en los tipos negativos, como ha sucedido al calor de la reciente ralentización global. Invierten para no perder más dinero. De este modo, el mundo al revés de los tipos negativos ha arraigado.

Y en las últimas semanas se ha profundizado en él hasta niveles impensables. Según explica Vidal, Draghi ha levantado las expectativas de que el BCE hará nuevas compras de deuda. Y la elección de Christine Lagarde para sustituirle ha reforzado esta idea, descartando la posibilidad de que dirija el eurobanco el alemán Jens Weidmann, más reacio a una política monetaria expansiva. Si se inicia una

nueva ronda de adquisiciones, el precio de los bonos podría volver a subir y dar beneficios a aquellos fondos de riesgo que compran para vender antes del vencimiento.

Según lo emitido, se puede estimar que el Tesoro español ha cobrado desde 2016 unos 300 millones al año de los inversores, sobre todo por letras en negativo. Sin embargo, este año podría ingresar más de continuar así. Queda por emitir un 46,7% de los 204.500 millones que se refinancian en 2019, y ahora mismo cotiza en rentabilidades negativas hasta el papel a 7 años.

“Domina la certidumbre de que este escenario de bajos crecimientos e inflaciones bajas va a persistir durante mucho tiempo”, apunta Vidal.

Para los banqueros centrales, la falta de inflación es preocupante. La competencia que ha traído Internet y la globalización contiene los precios. El envejecimiento de la población hace que haya menos trabajadores, menos consumo e inversiones y, además, se deteriore la innovación. De manera que al final se resiente la demanda y, por ende, la inflación. Si no se elevan los precios, los salarios apenas suben. Y así es más difícil reducir la elevada deuda contraída, que a su vez también constriñe la demanda. Se trata de una trampa de bajos crecimientos que se quiere romper. Incluso a fuerza de haber creado un mundo al revés en el que se paga por tener deuda.

“Tradicionalmente la rentabilidad de un bono a diez años reflejaba las expectativas de crecimiento nominal que tenían los inversores a largo plazo. Evidentemente, eso no ocurre en la actualidad, pues en ese caso las rentabilidades europeas estarían descontando una japonsización de la zona euro y, por tanto, un fuerte ajuste a la baja del crecimiento potencial. La huida de los inversores hacia destinos refugio en un contexto de políticas monetarias muy expansivas hace que hayan perdido vigencia esas referencias”, señala José Ramón Díez Guijarro, economista jefe de Bankia.

Ya existen estudios que hablan de los efectos contrarios que pueden tener unos tipos negativos. Las entidades sufren. Su materia prima no vale nada y, en consecuencia, no prestan o no bajan los tipos con la intensidad que pretende el banco central. El Banco Internacional de Pagos alerta, además, de que estos tipos provocan una mayor asunción de riesgos con tal de lograr rentabilidad. La búsqueda de rendimientos positivos es tan salvaje que Austria ha emitido deuda a 100 años con un interés del 1,17%. Grecia ya emite a 10 años al 2%.