

2º Semestre 2022

Estimado partícipe,

En estos seis últimos meses hemos vivido situaciones complejas en los mercados. Pero una vez terminado el ejercicio 2022 podemos decir que ha sido un período en el que se ha producido una capitulación en la mayor parte de los activos, aunque como apuntábamos en el informe anterior, dicha capitulación ha ido por “barrios”. El pesimismo era tan grande que se fue arrojando la toalla paulatinamente. Primero fueron las materias primas, donde se ha pasado de esperar un nuevo “superciclo” a volver, por ejemplo, el gas a niveles previos a la invasión. Después fue la renta variable, yendo los índices a los mínimos del año entre septiembre y octubre. Justo detrás, la renta fija con el bono a 10 años americano en el entorno del 4,25%, el nivel más alto desde la crisis financiera. Por último, fue la renta variable china tras el congreso del Partido Comunista, en el que Xi Jinping expulsó a Hu Jintao y los mercados se desplomaron marcando ya mínimos en esas semanas. Ahora bien, la capitulación por sí sola no basta y cada una tiene unas características distintas, pero si fuera acompañada de la resolución de alguna de las incertidumbres que ahora comentaremos confirmaría un suelo en los mercados.

Tres grandes incertidumbres han asolado los mercados a lo largo de todo el año: la inflación, la guerra de Rusia y Ucrania, y el confinamiento de China. Pero ha sido la inflación el que ha provocado los fuertes dolores de cabeza. Ha pasado de ser negada, a ser considerada transitoria, para más tarde ofrecer dos dígitos. Los Bancos Centrales de todo el mundo han tenido que escoger entre el crecimiento o el control de la inflación. La decisión ha sido clara y rotunda, las subidas de tipos más agresivas en un corto espacio de tiempo más fuertes de las últimas décadas para desacelerar el crecimiento y controlar la inflación.

Esto ha provocado que en Estados Unidos se haya empezado a controlar la inflación, sobre todo en este semestre último donde ha pasado del 9,1% al 6,5%. En la eurozona, siempre con un tiempo de decalaje en el ciclo, estaríamos empezando a controlarla. A cambio, todos los datos de crecimiento económico muestran una clara ralentización, con los PMIs por debajo de 50, lectura que marca contracción económica.

Pero esta recesión tan ampliamente anunciada coge a las economías en un estado de salud mejor que en otras ocasiones, estamos en nivel de desempleo en mínimos, 3,7% en Estados Unidos, mínimo histórico y 6% en la Unión Europea, el mínimo desde que se creó la moneda única. Además, el ahorro está en niveles muy altos, lo que hace suponer que podremos enfrentarnos a esta recesión más fuertes que en otras ocasiones.

Ahora bien, en este 2022 no ha existido inversión alguna en la cual refugiarse. Excepto el dólar, ha caído la renta variable, la renta fija, el oro, el private equity, las cryptodivisas, etc... Lo que ha convertido el año en un ejercicio muy complejo.

La parte positiva es que pensamos que gran parte de la recesión anunciada está ya en los precios actuales. Además, hay aspectos muy positivos en los niveles en los que terminamos el año. Como dice una célebre cita de los mercados, “las cuatro palabras más peligrosas en el mundo de la inversión son ‘esta vez es diferente’”.

- Renta Fija: la renta fija, después de estar años restando con los tipos al 0% empieza a ofrecer buenas oportunidades como inversión estable, con segmentos como los bonos a 3 años con rentabilidades por encima del 3%, más que atractivos.
- Después de ejercicios de grandes bajadas suelen acompañar ejercicios de subidas. Si consideramos que los mínimos de octubre no se van a perder, los rendimientos a los años que el S&P ha tenido un pobre desempeño, le siguen buenas subidas sucediendo cada vez desde la Segunda Guerra Mundial.

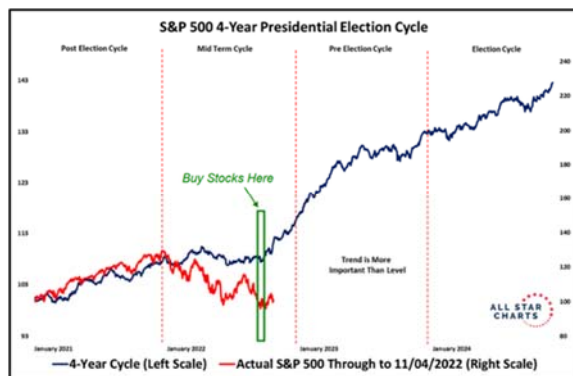
Huge Returns Off Bear Market Lows Are Common				
S&P 500 Index Bear Markets (WWII - Current)				
Start	End	Bear Market Return	S&P 500 Index Returns	
			1-Year Return After Lows	2-Year Return After Lows
5/29/1946	5/19/1947	(28.5%)	20.1%	6.6%
6/15/1948	6/13/1949	(20.6%)	40.0%	61.7%
8/2/1956	10/22/1957	(21.6%)	31.5%	45.1%
12/12/1961	6/26/1962	(28.0%)	32.7%	55.7%
2/9/1966	10/7/1966	(22.2%)	33.2%	42.0%
11/29/1968	5/26/1970	(36.1%)	44.5%	57.3%
1/11/1973	10/3/1974	(48.2%)	34.6%	69.0%
11/28/1980	8/12/1982	(27.1%)	57.7%	57.9%
8/25/1987	12/4/1987	(33.5%)	21.4%	56.6%
3/24/2000	10/9/2002	(49.1%)	33.7%	44.8%
10/9/2007	3/9/2009	(56.8%)	68.6%	95.4%
2/19/2020	3/23/2020	(33.9%)	74.8%	101.6%
1/3/2022	10/12/2022*	(25.4%)	?	?
	Average	(33.8%)	41.1%	57.8%
	Median	(31.0%)	34.2%	57.0%
	% Higher		100.0%	100.0%

Source: Carson Investment Research, FactSet 11/10/2022
 * We don't know if this bear is officially over or not

- El pesimismo inversor se tiene que leer muchas veces como un aliado, siendo uno de los mejores momentos para sembrar para recoger más tarde. En el siguiente gráfico, puede verse las encuestas a los consejeros delegados de las empresas en Estados Unidos sobre la pregunta de ¿cómo ven la economía en seis meses? El nivel de pesimismo vivido este año es similar al de principios de los años 90, al de la burbuja puntocom, al de la crisis financiera y al del Covid. Todos ellos fueron buenos puntos de entrada en el mercado, si más no, puntos para no vender y salir del mercado.



- Nos encontramos, en el 2023 que entramos, en el tercer año electoral americano. Tradicionalmente el año más alcista y en el que históricamente nunca ha empezado una recesión.



No Recession Has Started In A Pre-Election Going Back To WWII

Recessions Since WWII

Recession Start	Recession End	Length of Recession (Months)	Start In A Pre-Election Year?
March-45	October-45	8	No
December-48	October-49	11	No
August-53	May-54	10	No
September-57	April-58	8	No
May-60	February-61	10	No
January-70	November-70	11	No
December-73	March-75	16	No
February-80	July-80	6	No
August-81	November-82	16	No
August-80	March-91	8	No
April-01	November-01	8	No
January-08	June-09	18	No
March-20	April-20	2	No

Source: Carson Investment Research, NBER 11/21/2022 @ryandrick

CARSON

- Una vez terminado el ejercicio y mientras redactamos esta carta, China, tras más de mil días, ha reabierto su economía, lo que sin duda puede ser un apuntalamiento al crecimiento de la economía global de cara a la posible recesión.

Como vemos existen aspectos que invitan al optimismo tras un año tan aciago. Sin embargo, los riesgos continúan allí: el conflicto de Rusia y Ucrania parece enquistado, puede complicarse Taiwán o aparecer nuevas cepas del coronavirus. Y a nivel macro, puede volver a descontrolarse la inflación, que la recesión sea más dura de lo esperado o que los mercados sufran más de lo previsto con las retiradas de liquidez de los Bancos Centrales son algunos de ellos. Si aparecen, intentaremos gestionarlos, pero siendo conscientes de que los descensos de los mercados de valores han ajustado las valoraciones en su media histórica, en algunos casos por debajo, y es posible que se traduzcan en rentabilidades positivas en estos trimestres venideros.

Al tiempo que redactamos esta carta, los mercados han iniciado el ejercicio con subidas, que nuestros Fondos han sabido recoger. Es probable que un inicio bueno del año se traslade, con vaivenes, al resto de este.

Atentamente,



Ricard Torrella Fajas
Consejero Delegado



CUADRO DE RENTABILIDADES

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

IIC	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
GESINTER FLEXIBLE STRATEGY Intervalor Bolsa Mixto	+14,08%	+2,22%	-11,56%	+6,98%	-3,37%	+7,00%	-10,98%
GESINTER CHINA INFLUENCE Intervalor Fondos	+13,17%	+9,51%	-15,32%	+11,37%	-11,25%	+2,46%	-15,56%
GESINTER WORLD SELECTION Intervalor Accs. Int.	+17,89%	+12,25%	-22,66%	+6,69%	-10,19%	+10,21%	-17,43%
TORRELLA INVERSIONES SICAV	+16,66%	+11,65%	-23,23%	+6,51%	-8,44%	+9,06%	-16,47%

DOSIER DE PRENSA

Les adjuntamos el segundo artículo sobre China de la revista Funds People en el que colaboró nuestro gestor, Joan Esteve Manasanch.



EL FUTURO DE CHINA, A EXAMEN

Xi Jinping inicia un tercer mandato. Gobernará sin oposición interna, algo que ha asustado a los inversores, provocando desplomes en los precios de unas acciones que llevan sufriendo un severo castigo desde hace más de un año. Una oportunidad para tomar posiciones en un país que sigue siendo uno de los motores del crecimiento mundial.

El pasado mes de octubre se celebró el XX Congreso del Partido Comunista Chino, un hito de gran trascendencia que se realiza cada cinco años. Su importancia capital reside en que entre sus funciones está el nombramiento de los miembros de los órganos de decisión del Gobierno que, nada más y nada menos, controlan y deciden la política económica y social de la segunda mayor economía del mundo con el 17,5% del PIB global: la República Popular de la China.

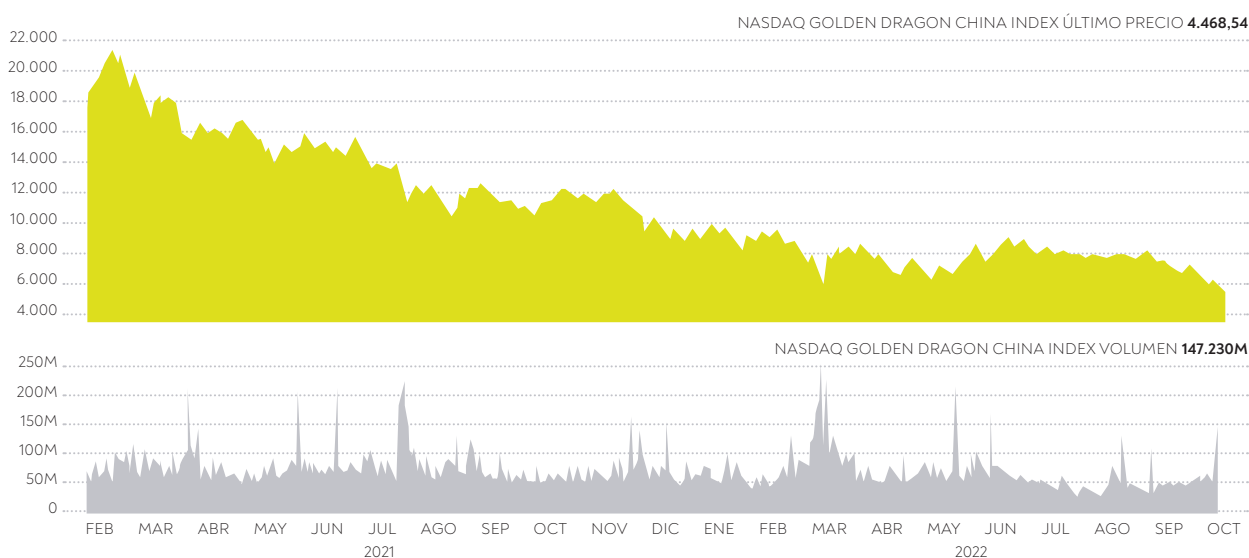
Se sabía de antemano que Xi Jinping sería reelegido para un tercer

mandato. Ya, en 2018, se había derogado el límite máximo de dos mandatos establecido en 1982 por Deng Xiaoping para garantizar una renovación del liderazgo cada 10 años. Pero este no fue un congreso más. Xi Jinping, el renovado presidente, no solo se convierte en el líder más longevo del país desde Mao Zedong sin límites de permanencia, sino que lo hará con un control absoluto del partido y sin ningún tipo de oposición interna. Todos los altos cargos críticos con su mandato han sido sustituidos y la gran mayoría de los nuevos 25 integrantes del Politburó y de los nuevos miem-

bro del poderoso Comité Permanente del Partido son afines a sus políticas, lo que le permitirá realizar un mandato placentero e imponer sus políticas, algo que ha asustado a los mercados.

El lunes 24 de octubre, el primer día tras la finalización del congreso, todas las acciones chinas en las bolsas internacionales se tiñeron de color rojo con desplomes de hasta el 19% durante el día para el índice Nasdaq Golden Dragon, su peor caída diaria en la historia. Esto supuso una destrucción de valor de cotización conjunta en bolsa de 115.000 millones de dólares en tan solo unas horas y un descenso del yuan,

EL NASDAQ GOLDEN DRAGON ACUMULA UNA CAÍDA DEL 78% DESDE FEBRERO DE 2021



Fuente: Bloomberg. Datos a 25 de octubre.

la moneda china, de casi el 2% respecto al dólar. Una clara estampida de los inversores internacionales por temor a la acaparadora posición de control de Xi Jinping en el Gobierno y una clara sobre-reacción del mercado en un año en el que las acciones chinas ya acumulaban caídas brutales.

Desde mediados de febrero de 2021, y de forma continuada durante año y medio, los principales índices bursátiles del gigante asiático han caído sin descanso. Tras el congreso los desplomes acumulados superan el 78% en el índice Nasdaq Golden Dragon China, el 48% en el Hang Seng

(Hong Kong) y el 35% en las bolsas de Shanghai y Shenzhen.

PRECIOS ATRACTIVOS

Para entender la magnitud del abaratamiento hemos de considerar que el S&P 500 cotiza a un PER de 16 veces beneficios, Europa a 12, mientras que el índice de la bolsa de Hong Kong, el Hang Seng, cotiza a un PER de solo seis veces beneficios, con precios a nivel absoluto de 2007. No hay duda de que las valoraciones están muy atractivas.

Durante este año, tras un segundo trimestre de consolidación, descorrelacionado de las caídas de los índices

occidentales, han vivido un tercer trimestre de extraordinarias correcciones, con una volatilidad especialmente extrema durante estos últimos meses de septiembre y octubre.

A pesar de estar inmersa en un proceso de desaceleración, la economía china sigue siendo un motor de crecimiento. Avanza a tasas superiores a las de las economías occidentales. En 2021 el aumento del PIB fue del 8,1%, cifra a la que hay que sumar el 2,2% de 2020, el peor año de la pandemia. Adicionalmente, durante los nueve primeros meses de 2022 el crecimiento interanual ha sido del

**GAURAV CHATLEY**Gestor del M&G European Credit
Investment Fund, M&G Investments

PESE A LA DESACELERACIÓN, CHINA SIGUE SIENDO UN MOTOR DE CRECIMIENTO Y EL FMI PREVE QUE EL PIB SE EXPANDA UN 3,2% EN 2022 Y UN 4,4% EN 2023

3%, con un incremento del 3,9% en el tercer trimestre de este año a pesar de la crisis inmobiliaria y los confinamientos por el COVID-19.

Las últimas previsiones del FMI pronostican que la economía de China se expandirá un 3,2% en 2022, por encima de la zona euro, que crecerá un 3,1%, y de EE.UU., un 1,6%. El organismo prevé que esta tendencia continúe en 2023: China volverá a acelerar el crecimiento hasta el 4,4%, mientras que vaticina fuertes desaceleraciones tanto para la eurozona (0,5%) como para EE.UU. (1,0%).

SECTOR INMOBILIARIO

A nivel económico el Gobierno chino tiene importantes herramientas fiscales, monetarias y presupuestarias para mantener el crecimiento de la economía, como posibles bajadas de tipos de interés (actualmente en el 3,65%), y una inflación muy baja, del 2,8%, frente al 8,2% anual de EE.UU. o el 10% de la eurozona.

El sector inmobiliario, que supone más de una cuarta parte del PIB y es esencial para la economía China, se está viendo afectado por un desajuste controlado que está siendo compensado con políticas expansivas hacia otros sectores y la modernización del país. El Gobierno está potenciando, con fuertes inversiones directas y subvenciones fiscales, al potente sector del vehículo eléctrico. China es el mayor productor y mercado de vehículos eléctricos del mundo; se espera que en 2030 el 40% de las ventas de coches sean eléctricos en el país frente al 20% actual. También está impulsando las energías limpias

para llegar al 33% de la generación eléctrica en 2025 frente al 28% actual.

Adicionalmente, la ambiciosa política de common prosperity de duplicar la clase media de 350 millones de personas a 700 millones en 2030 (un incremento equivalente a toda la población de Europa), ayudada por regulaciones sobre amplios sectores de la economía, como la limitación a las prácticas monopolísticas de las grandes empresas tecnológicas y la incentivación de la colaboración con pequeñas compañías, la reducción del precio de los medicamentos, las mejoras laborales para los riders de comida rápida o las limitaciones al juego, ya ha sido definida e instaurada y puede tener grandes efectos positivos a largo plazo a pesar de los ajustes en estos sectores a corto plazo.

Tampoco ha habido cambios en la política sobre Taiwán: China persigue una reunificación pacífica a largo plazo tal como hizo con Hong Kong fijando un horizonte temporal en 2049.

Finalmente, la política de COVID cero, que implica testeos y confinamientos masivos por la detección de unos pocos casos, esta empezando a flexibilizarse y se espera un progresivo ajuste, sobre todo después del invierno y con el continuado aumento del porcentaje de personas vacunadas.

Por todo ello, y sin estar exentos de volatilidad, los precios actuales parecen atractivos para invertir a largo plazo. En el fondo **Gesinter China Influence** nos centramos en los sectores beneficiados por el Gobierno y mitigamos la volatilidad con fondos globales y la inversión directa en empresas OCDE beneficiadas por el crecimiento chino. ■

OPTIMISTAS EN CRÉDITO EUROPEO, ¿SOMOS LOS ÚNICOS?

Estamos ante uno de los mercados bajistas más publicitados que he visto. A finales del año pasado casi todos los estrategas de crédito eran bajistas. En su momento me preocupaba lo generalizado del sentimiento, pero nosotros mismos, que somos inversores totalmente basados en el valor, veíamos unas **emisiones europeas cada vez más elevadas y menos atractivas**.

Estamos en un momento distinto. Los diferenciales de los bonos europeos con grado de inversión han cedido más de 100 puntos básicos en 12 meses, aunque la mayoría de los estrategas siguen siendo bajistas. Sin embargo, cuando observo las valoraciones del crédito europeo, **no puedo evitar sentirme cada vez más constructivo**. Mi conversión se debe simplemente a las valoraciones.

Porque realmente, ¿qué es lo que sabemos? Con las valoraciones actuales, los mercados descuentan un escenario similar al que provocó el COVID. La proximidad de los mercados actuales a ese nivel de diferenciales me hace pensar que es un buen momento de entrada. Es del todo posible que la recesión final sea muy grave, lo que provocaría un mayor deterioro de los mercados de crédito. Esta coyuntura nos hace ser **positivos con el crédito con grado de inversión europeo** e, importante, manteniendo medios para añadir más en cartera si las valoraciones empeoran.