

# **INFORME TRIMESTRAL**

---

**2Q**

**CARTA A  
INVERSORES**

# RENTA VARIABLE

---

Cerrada la primera parte del año el balance para las bolsas globales es más que satisfactorio con subidas generalizadas de 2 dígitos. El comportamiento de Europa sigue siendo comparativamente algo mejor que el de las bolsas americanas, sin embargo, este “gap” se ha recortado de forma importante en las últimas semanas, sobretudo en lo que al Nasdaq se refiere. En el mes de junio se ha cortado una racha de varios meses seguidos de subidas y las bolsas europeas se han dejado alrededor del 1% mientras que el Nasdaq-100 se ha anotado más de un 4%.

	Ibex-35	S&P-500	Nasdaq-100	CSI 300 China	EuroStoxx-50	Nikkei	Dax
2021	9,26%	14,41%	12,93%	0,24%	14,40%	4,91%	13,21%
2º T	2,81%	8,17%	11,18%	3,48%	3,70%	-1,33%	3,48%

De esta manera vemos cómo las bolsas americanas han recuperado prácticamente todo el terreno perdido en el primer trimestre (el S&P-500 ya está al nivel de Euro Stoxx-50 mientras que el Nasdaq está a menos de un 2%).

El Ibex-35, por el contrario, que era uno de los índices con mejor comportamiento en la primera parte del año se ha quedado claramente atrás con una rentabilidad en este trimestre de “tan sólo” el 2,81% frente al 3,70% del EuroStoxx-50 o el 11,18% del Nasdaq-100. En este peor comportamiento relativo no ha tenido nada que ver en esta ocasión el sector financiero, sospechoso habitual del “underperformance” en los últimos años de nuestro índice. El sector bancario este año es sin duda el triunfador con una rentabilidad cercana al 30% y de casi el 11% en el 2º trimestre. El lastre en esta ocasión ha venido por parte del sector eléctrico y de renovables que ha plegado velas ante la incertidumbre regulatoria generada por el gobierno para intentar aplacar la fuerte subida en el precio de la luz. Un sector cuyos inversores lo que buscan es precisamente lo contrario, seguridad jurídica, flujos predecibles, marco de precios regulado y conocido... no es precisamente el mejor entorno para atraer la inversión el que nos hemos encontrado en las últimas semanas.

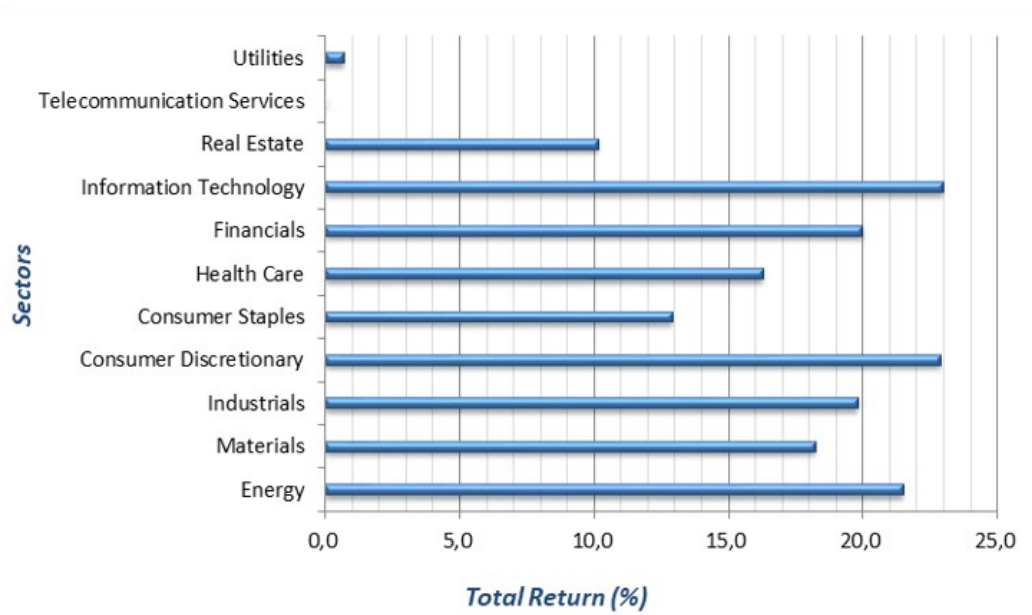
## Comportamiento del sector eléctrico y renovables español en el 2º trimestre



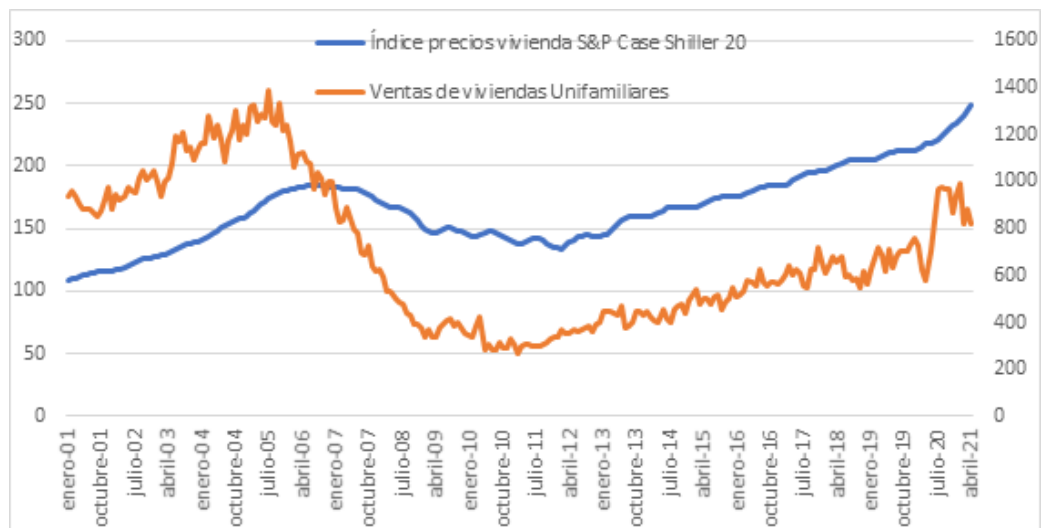
Asía, un mercado en el que teníamos mucha confianza a comienzos de año se está quedando algo atrás respecto a Europa y USA. En el caso de China el importante acoso al que tiene sometido el gobierno chino las grandes tecnológicas del país (Tencent, Alibaba, JD.com) está lastrando sus índices ante la incertidumbre generada. Las autoridades en su afán de controlar todos los flujos de datos que estas compañías generan y evitar que puedan caer en manos de inversores/compañías extranjeras está limitando en gran medida el margen de actuación de las mismas y por tanto sus posibilidades de crecimiento. Hemos reducido algo el peso de China en las carteras, en especial aquellas compañías ligadas al sector tecnológico como son Tencent y Alibaba en las que manteníamos posiciones. La guerra fría que están librando USA y China en el terreno tecnológico hace difícil la buena evolución en bolsa de estas compañías en el corto plazo.

Sectorialmente en Europa (EuroStoxx-600) los mejores sectores en esta primera parte del año han sido aquellos con un componente más cíclico como son el de consumo discrecional (22.88%), energético (+21.50%), financiero (+20%) o los de materiales (+18.22%) e industriales (+19.82%). Sin embargo, el tecnológico ha vuelto a quedar a la cabeza con un retorno del 23% en el semestre, dentro del sector compañías ligadas a la industria de semis como ASML o ASM se han anotado rentabilidades de alrededor del 50%. A la cola de la rentabilidad tenemos a las utilities (+0.69%) o real estate (+10,15%).

## Rentabilidad sectorial Euro Stoxx-600



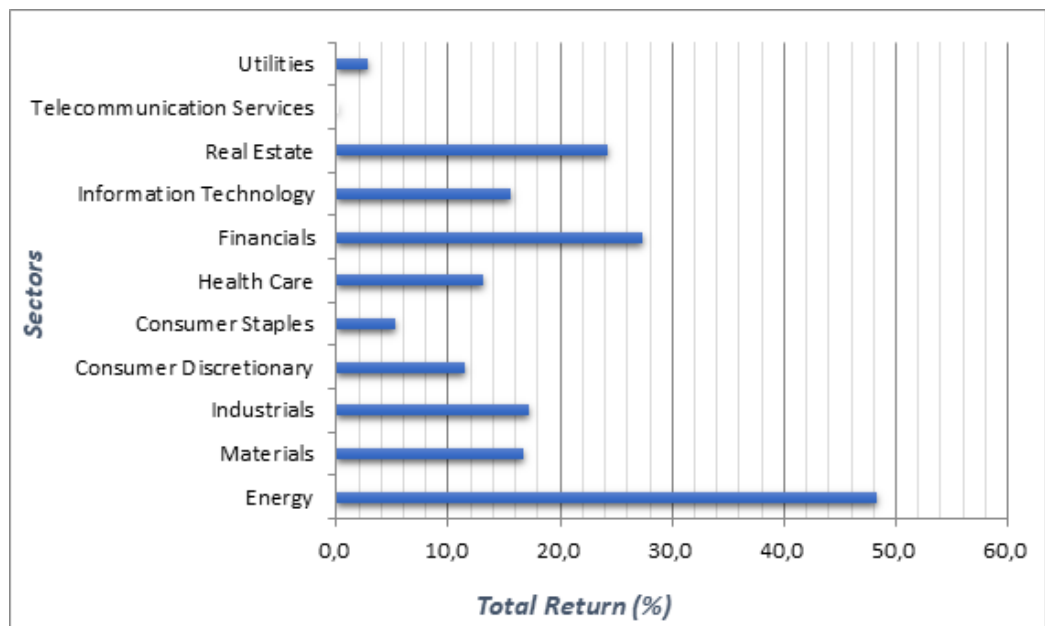
En Estados Unidos vemos un comportamiento sectorial parecido, aunque con algunos matices. A la cabeza de la rentabilidad siguen figurando los sectores de energía (+48.25%) y financiero (+27.42%) y se cuela en el 3er puesto el sector de real estate (+24.25%) que en Europa era de los más rezagados. El mercado inmobiliario americano está viviendo un momento dulce y los datos de ventas de nuevas viviendas y la evolución de los precios de las mismas sigue en máximos alimentado en gran medida por el entorno de tipos bajos así como por la tendencia provocado por el Covid a salir de los núcleos urbanos y vivir en viviendas unifamiliares. Dentro de este sector mantenemos en algunas carteras y nuestros fondos asesorados a la americana Lennar, especializada en la construcción de viviendas unifamiliares de nivel medio alto que se anota en el año cerca de un 30%.



El sector tecnológico, a pesar del espectacular comportamiento del año pasado, se mantiene con buena salud y se anota un 15% en el año.

En cuanto a los sectores con peor comportamiento, vuelve a destacar el de utilities, como en el caso europeo con una rentabilidad de apenas el 2.74% seguido por el de productos básicos de consumo (+5,28%).

### Rentabilidad sectorial S&P-500



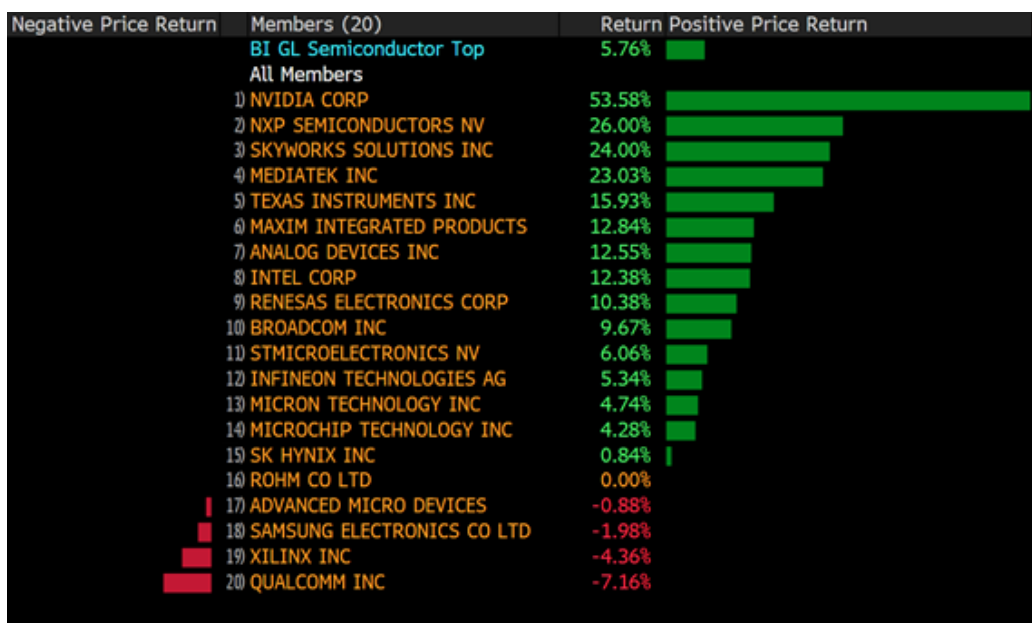
Nuestro posicionamiento en lo que a la renta variable se refiere sigue siendo positivo, mantenemos una clara sobreponderación en nuestras carteras/fondos asesorados. Geográficamente mantenemos un peso similar en USA y Europa y hemos reducido algo el peso en Asia, en concreto en China por los problemas antes comentados con el sector tecnológico.

Sectorialmente seguimos muy positivos e invertidos en el sector de semiconductores donde tenemos presencia en compañías como ASM, Samsung, Nvidia o Infineon. En algunos momentos se ha visto algo tensionado ante el temor de que las fuertes inversiones que algunas compañías empiezan a hacer para poder hacer frente a la elevada demanda lleve a un exceso de oferta como en anteriores ciclos y termine haciendo desplomarse los precios.

Pensamos que en esta ocasión es diferente, las compañías del sector han aprendido de los anteriores ciclos. El sector además lleva mucho años sin apenas invertir en capacidad y además la demanda actual ya no esta cíclica como lo era históricamente, en la actualidad la demanda de semiconductores abarca a casi todos los ámbitos de la vida. Otro problema al que puede enfrentarse el sector es la entrada de China en el sector para intentar conseguir cierta independencia y no depender de compañías extranjeras para el suministro, obviamente esta es una amenaza latente y China ya está haciendo inversiones al respecto, pero se trata de un sector complejo con unas necesidades de inversión iniciales brutales un know how difícil de adquirir con inmediatez y una curva de aprendizaje que no se solventa en ni uno ni dos ni tres años...

Otro sector en el que estamos positivos e invertidos es en el sector de autos donde nos gustan las alemanas Volkswagen y BMW. El sector tras un comienzo de año muy bueno está algo atascado precisamente por la falta de suministro de chips que están provocando retrasos en la fabricación, aunque nos sigue pareciendo atractivo y realmente barato.

### Comportamiento sector semiconductores americano (del 31/12/2020 al 09/07/2021)



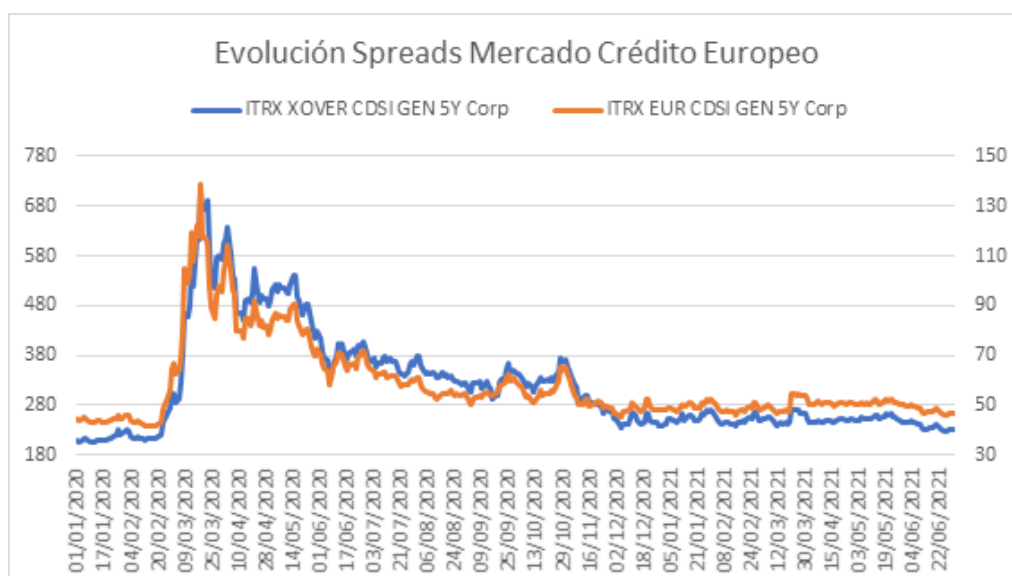
El sector de bienestar, salud y deportes es otro sector que vive un momento dulce y que nos gusta. Compañías del sector de ropa deportiva como Nike, Adidas o Puma vienen publicando resultados realmente espectaculares en el que sus niveles de ventas ya están por encima de los del 2º trimestre de 2019 (Nike en la publicación de sus resultados hace 2 semanas subió un 15%). Los wearables, ligados a este sector, nos gustan también mucho y compañías como Garmin o Apple, la primera más centrada en el mundo del deporte y la segunda en la salud con el Apple Watch (sus ventas ya superan a las del Ipad o el Mac) también se encuentran en nuestras carteras. Reflejo del buen momento del sector es la evolución del índice Global Health & Wellness Thematic que se anota un 20% en el año, nuestro fondo Gesem W-Health & Sports se anota un 10% en los últimos 3 meses.

Otras temáticas con presencia en nuestras carteras son el sector de uranio, sector de animales domésticos, ganadería y agricultura (Pets at Home, Central Garden & Pets, Idexx), transporte (Deutsche Post, Moller Maersk y UPS) y medio ambiente y renovables (en este caso la inversión la canalizamos a través de fondos por la complejidad y diversidad del sector).

## RENTA FIJA

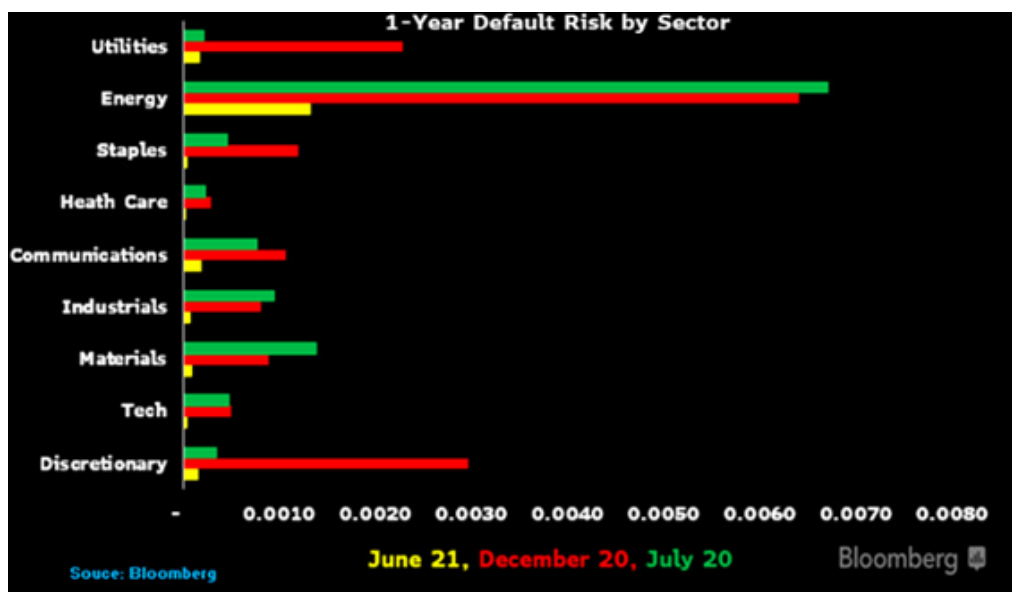
---

El mercado de crédito, tras el ligero repunte visto en marzo ha seguido mostrando su fortaleza de manera que los spreads han continuado reduciéndose a ambos lados del Atlántico hasta situarse prácticamente en niveles pre Covid.



La realidad es que la situación financiera de las compañías ha mejorado de forma sustancial a lo largo de los últimos meses gracias a la buena evolución de la economía y a las facilidades de financiación adoptadas por los gobiernos y apoyadas por los Bancos Centrales manteniendo políticas monetarias extraordinariamente laxas y con el programa de compras en el mercado secundario a pleno rendimiento.

### Riesgo de default a 1 año por sectores

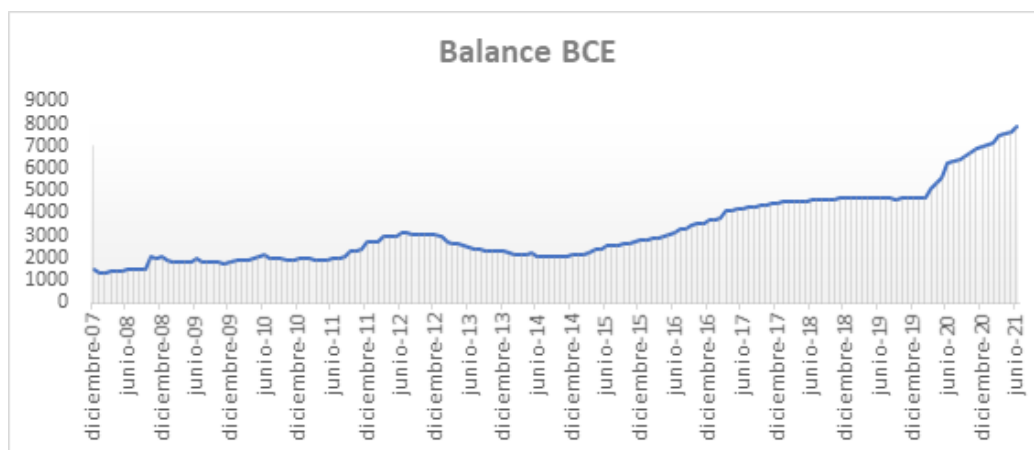


En cualquier caso, aunque la situación empresarial haya mejorado de forma sustancial también lo es que el endeudamiento general ha aumentado y las incertidumbres económicas siguen siendo muy elevadas, sobretodo en algunos sectores. Los niveles mínimos de spreads que vemos en la actualidad dejan muy poco recorrido y margen de error. Esto nos ha llevado en los últimos meses a reducir el peso en las carteras de la deuda corporativa de peor calidad crediticia. Vemos en la actual coyuntura un mayor riesgo de crédito que de tipos de interés, una visión pensamos que bastante alejada del consenso del mercado. Seguimos viendo los tipos a largo plazo anclados alrededor de los actuales niveles con cierto sesgo al alza pero siempre con cierto colchón de seguridad gracias al compromiso de los Bancos Centrales de seguir manteniendo unas extraordinarias condiciones de financiación para evitar que una subida de tipos pueda poner en peligro la recuperación. Esto lo han repetido una y otra vez y además han dado sobradas muestras de que tienen herramientas para conseguirlo, seguimos pensando que no es buen negocio apostar contra los Bancos Centrales.

Ante esta situación, hemos ido reduciendo el peso de aquellas emisiones de peor calidad crediticia (que además son las que mejor comportamiento han tenido) y las hemos sustituido por emisores de calidad, con un riesgo de crédito mínimo, y a plazos largos para coger un extra de rentabilidad. Pensamos además que este tipo de activos con alta duración y bajo riesgo de crédito nos pueden servir de seguro en caso de una caída brusca de los mercados de renta variable o un aumento de los spreads de crédito.

Seguimos con fuerte presencia en el sector financiero, donde no estamos viendo por el momento aumentos destacados en la morosidad y que ha llegado a esta crisis en una situación de solvencia mucho mayor que en anteriores casos entre motivos gracias a la fuerte regulación que se ha visto sometido tras la crisis financiera y los mayores requerimientos de capital exigidos.


### Evolución balance del BCE



### Evolución balance del BCE

Name	YTD % Return	Last Price	1 Day % Return	1 Week % Return	1 Month % Return
<b>Bloomberg Barclays Key Indices</b>					
Global High Yield	2.2	1,547.1	0.0	0.1	0.1
US Corporate High Yield	4.0	2,431.5	0.2	0.5	0.5
US B High Yield	3.6	1,952.8	0.1	0.3	0.3
US Ba High Yield	3.2	2,995.0	0.2	0.5	0.5
Pan-European High Yield	3.7	435.5	0.0	0.1	0.1

Name	YTD % Return	Last Price	1 Day % Return	1 Week % Return	1 Month % Return
<b>Bloomberg Barclays Key Indices</b>					
Pan-European Aggregate	-1.5	252.0	0.4	0.6	0.6
Pan European Aggregate Corporate	0.3	252.2	0.3	0.4	0.4
Pan-European High Yield	3.7	435.5	0.0	0.1	0.1



La ausencia de alternativas interesantes en esta área nos lleva a mantener posiciones de liquidez muy elevadas (entre el 15-20%) en espera de un aumento de los spreads que nos permita entrar a niveles más adecuados. Este fuerte peso de la liquidez en las carteras también permite reducir el riesgo y la volatilidad que pueda provocar una caída de los mercados ante cualquier imprevisto y pueda compensar el elevado peso que mantemos en estos momentos en la renta variable.

## CONCLUSIONES Y PREVISIONES

---

Nuestro planteamiento para los próximos meses no difiere mucho del de nuestro anterior informe. Seguimos viendo las bolsas como el activo más atractivo desde un punto de vista relativo y sigue estando barata mientras los tipos de interés americanos se encuentren por debajo del 2.5%. Las bolsas europeas, a pesar de las subidas en el año no han visto una expansión de sus múltiplos de valoración gracias a la buena evolución de los resultados y las buenas previsiones para los próximos trimestres hacen que el BPA de sus principales índices ya esté en niveles superiores a los de comienzos de 2020. Las bolsas americanas están algo más caras, aunque esto ya es algo a lo que nos debemos acostumbrar, la mayor flexibilidad de su economía, la agilidad de sus gobernantes y Banco Central a la hora de la toma de decisiones, la seguridad jurídica y el elevado peso del sector tecnológico hacen que siempre cotice con prima con respecto al resto de regiones. Un claro ejemplo de esto lo hemos visto en los últimos meses con el mercado chino. Sus acciones y en especial el sector tecnológico cotiza con un claro descuento con respecto a sus homólogas americanas pero claro, el riesgo de la adopción de decisiones totalmente discrecionales y en contra de la libertad de mercado como hemos visto últimamente obligan a ese descuento.

Como principales riesgos tenemos el surgimiento de nuevos brotes lo que aunque en las últimas semanas se está viendo, en especial en España, es cierto que son brotes muy concentrados en la población joven y sin vacunar. Al tratarse de un sector de población de riesgo bajo se está observando que no están aumentando los ingresos y las muertes siguen descendiendo de forma importante. Se demuestra que las vacunas son efectivas y funcionan y a pesar de este importante aumento de casos las nuevas restricciones que se están tomando en algunas zonas son muy limitadas y concentradas. El ritmo de vacunación sigue siendo bueno y en 2-3 meses se podrá alcanzar la tan esperada inmunidad de rebaño y seguir relajando medidas.

El otro gran riesgo que percibe el mercado, que no nosotros, es el tan comentado riesgo de inflación. Como hemos dicho en varias ocasiones pensamos que es un riesgo alimentado por aquellos sectores con una visión bajista del mercado pero poco fundamentado y que incluso en caso de darse, sus históricos efectos nocivos directos, como es una subida de tipos, no se va a producir, los BBCC no se han cansado de repetirlo. El tipo a 10 años americano ha pasado del 1.8% a niveles por debajo del 1.30% y el bund alemán desde el -0.10% al 0.30% en apenas unas semanas. Periodo que además ha coincidido con la publicación de datos de inflación en USA en niveles por encima del 5% y superando expectativas. No parece que el conjunto del mercado crea realmente que la inflación vaya a permanecer mucho tiempo en esos niveles y si lo cree no lo demuestra o realmente confía más en que la FED y el BCE conseguirán mantener los tipos a largo bajo control y por tanto no poniendo en peligro la recuperación y permitiendo unas condiciones de financiación ultra expansivas.

## CONTACTO

---

966 61 00 24

[gesemav.com](http://gesemav.com)

[sserrano@gesemav.com](mailto:sserrano@gesemav.com)

[pmurcia@gesemav.com](mailto:pmurcia@gesemav.com)

[kgonzalez@gesemav.com](mailto:kgonzalez@gesemav.com)

Carrer Arquitecte Santiago Perez  
Aracil, 1, 03203 Elx, Alicante.

