



AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

Carta 3^{er} Trimestre de 2021

13 de octubre de 2021

Somos tan ciegos como Tiresias, pero ni de lejos tan proféticos.

Estimado inversor:

Durante el tercer trimestre el valor liquidativo del fondo cayó un -1.54%, siendo la caída en septiembre del -3.33%.

El retorno acumulado desde que el fondo comenzó a operar el 31 de marzo de 2021 es de +1.40%, siendo los resultados mensuales como siguen:

—Cuadro 1—

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	2021
NAV	-	-	99.4939	101.533	103.734	102.458	103.762	104.364	100.885	-	-	-	
Net Total Return NTR	-	-	-	2.05%	2.17%	-1.23%	1.27%	0.58%	-3.33%	-	-	-	1.40%
Cumulative NTR	-	-	-	2.05%	4.26%	2.98%	4.29%	4.90%	1.40%	-	-	-	

Destacan claramente los meses negativos de junio y septiembre. ¿Qué afectó a la cartera?

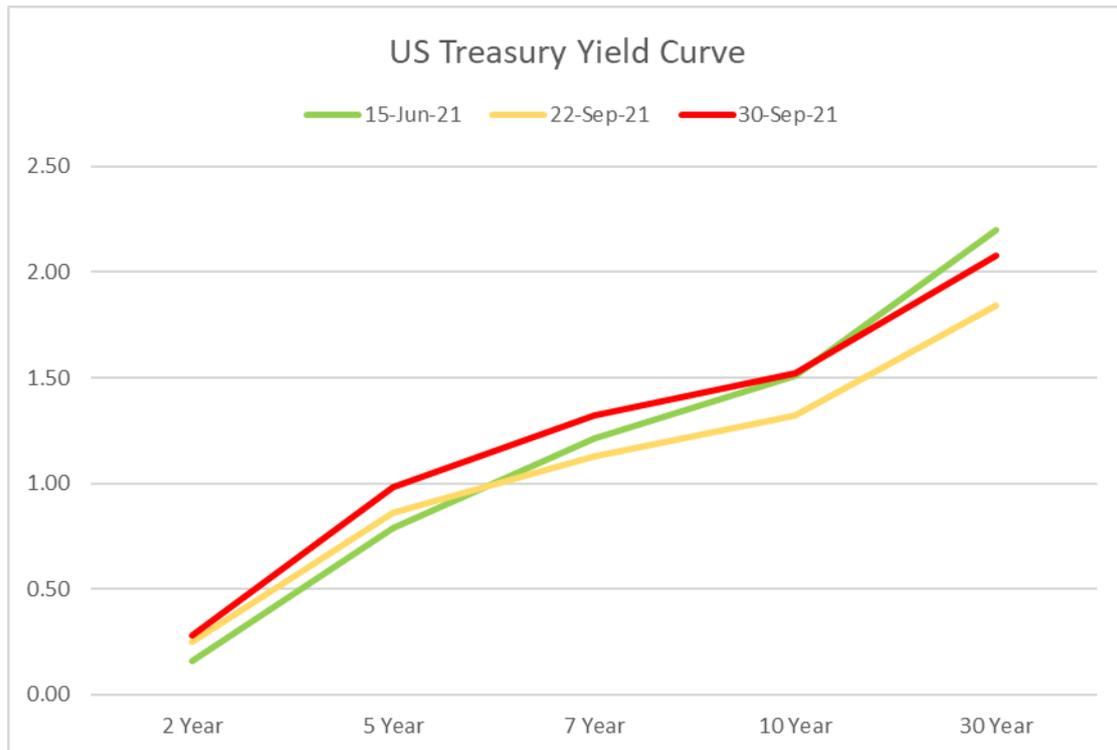
Revisando nuestras notas de junio, el día 16 la Reserva Federal publicó su diagrama de puntos actualizado, que ahora muestra dos aumentos esperados en los tipos de interés de los fondos federales para fines de 2023. Esto hizo que los participantes del mercado se prepararan para que la Fed redujera las medidas de emergencia contra el Coronavirus, así como para intentar estimar el momento del primer aumento en los tipos de interés desde 2018.

En los días previos a la publicación del diagrama de puntos de la Fed, los participantes en el mercado del oro comenzaron a anticipar la posibilidad de estos eventos, por lo que el precio del oro comenzó a caer nuevamente desde su máximo reciente del 1 de junio en torno a los 1900\$, hasta el entorno de 1750\$ el 30 de junio; una caída del -7.9%.

Además, los participantes en el mercado de bonos actuaron de manera similar desde el 11 al 15 de junio durante los días previos a la publicación del diagrama de puntos de la Fed. Sin embargo, después de la publicación de la Fed del 16 de junio, mientras que las rentabilidades de los bonos aumentaron en el extremo corto de la curva (de 1 mes a 5 años), vimos caer las rentabilidades en el extremo más largo de la curva, 30 años, como se puede ver en el gráfico 1. Desde el 15 de junio hasta el 30 de septiembre, se puede ver que las rentabilidades (*yield*) del 2, 5 y 7 años se han movido al alza, mientras que en el 10 años no ha cambiado y en el 30 años de hecho ha caído. Esto se conoce comúnmente como un aplanamiento (*flattening*) de la curva de rentabilidades. Es importante apreciar que los bonos son un animal matemático puro: cuando el bono actual aumenta su rentabilidad, experimenta una

caída de precio como consecuencia de que dicho bono paga menos cupón que un bono nuevo con una rentabilidad ahora más alta. Por lo tanto, los participantes del mercado deben ser compensados por el menor rendimiento de su bono para incentivarlos a ser indiferentes a la compra de su bono o el nuevo bono con un rendimiento más alto. En nuestra cartera mantenemos lo más cerca posible los mismos vencimientos y por lo tanto vendemos nuestros bonos existentes y compramos el nuevo bono. Esto significa que ahora recibiremos la nueva mayor rentabilidad y, como tal, comenzaremos a recuperar la pérdida de precio sufrida por la venta del bono anterior con una rentabilidad más baja. Profundizaremos en este aspecto de los bonos en otra carta en el futuro.

—Gráfico 1—



En conclusión, como la cartera invierte en el extremo más corto de la curva —cuyos rendimientos aumentaron mientras que los rendimientos de la parte más larga cayeron—, los rendimientos negativos de los bonos junto con la caída en el precio del oro causaron la mayor parte de la pérdida de junio. En el lado positivo, las acciones —con la excepción de los mercados emergentes (EM)— y el inmobiliario subieron un poco, lo que proporcionó cierta compensación en el mes de junio.

En cuanto a septiembre, el oro volvió a caer desde 1814\$ el 31 de agosto a 1731\$ el 30 de septiembre, un -4.6%. Los participantes nuevamente comenzaron a anticipar el “*tapering*” (reducción en el programa de compras) de la Fed y cualquier posible primer aumento de los tipos de interés desde 2018. El 22 de septiembre, el presidente Powell insinuó que el *tapering* podría anunciarse fácilmente antes de finales de 2021 y terminar a mediados de 2022.

Esta vez aumentaron tanto las rentabilidades de los bonos a corto plazo como las de los bonos a más largo plazo. Sin embargo, la discrepancia anterior no se recuperó completamente ya que la rentabilidad a 30 años sigue siendo más baja a 30 de septiembre en 2.08%, que el 15 de junio en 2.20%. El bono a 10 años apenas ha cambiado respecto al resto de la curva de rentabilidades más alta. Por lo tanto, la cartera todavía se encuentra en una desventaja relativa temporal con respecto a los bonos a más largo plazo y creemos que esta divergencia se recuperará a lo largo del ciclo de mercado.

Las acciones también cayeron durante septiembre, con EE.UU. -4,75%, Europa -3% y EM -3,97%. En EM creemos que se está extendiendo el sentimiento de contagio con la promotora inmobiliaria china Evergrande, que técnicamente incumplió el pago de algunos de sus bonos, así como otros promotores chinos que también experimentan sus propios problemas. Creemos que los factores de la tormenta China, la excepcional subida de las acciones de más del 100% desde los mínimos de la venta masiva de marzo de 2020, la anticipación por el *tapering* de la Fed, el momento estimado del primer aumento de los tipos de interés y los recientes datos económicos mostrando debilidad; están causando que los participantes en los mercados de acciones se tomen un respiro para permitir que algunas de estas incertidumbres se despejen antes de comprometer más capital o comprar más en nuevas caídas. Comentaremos más sobre las acciones de los mercados emergentes y, en particular sobre China, en una carta futura.

El inmobiliario también cayó en septiembre un -5.5% después de experimentar un fuerte aumento del 4% en agosto. Opinamos que esto se debe nuevamente a la incertidumbre sobre el *tapering*, el tiempo estimado para la primera subida de tipos por parte de la Fed y el aumento de las rentabilidades en los bonos. Creemos que el inmobiliario podría continuar sufriendo con el *tapering*, pero se recuperarán si se espera un primer aumento de la tasa de los tipos de interés para fines de 2023 o más adelante. Como siempre, dependerá de la futura evolución de la economía sobre la que somos esencialmente ciegos, aunque podemos disfrutar opinando sobre su curso como estímulo intelectual.

Además de los cuatro activos de la cartera, nuestras técnicas de reducción de riesgo pudieron reducir algunas pérdidas en un 20% en septiembre. A modo de ejemplo y sin relación con nuestra cartera, si una pérdida fuera del -10%, eso significa que las pérdidas finales se reducirían a solo el -8% gracias a estas técnicas. Utilizamos tales técnicas siguiendo un marco y proceso estrictos para evitar caer en la trampa del *timing*. Esto significa que somos plenamente conscientes de que estas técnicas pueden no coincidir con cada caída, pero como hemos mostrado en nuestro memo del 25 de junio de 2021 titulado "*¿Puede mejorarse el Buy&Hold?*", página 7; si somos capaces de reducir las pérdidas de solo uno de los shocks a lo largo del tiempo o alternativamente rebajar un porcentaje decente de las pérdidas de varias caídas a lo largo del tiempo, el retorno total (Total Return, TR) sería varios múltiplos el del Buy & Hold TR.

Otro concepto importante que hemos mencionado en nuestro anterior memo sobre "*El Drawdown...*", es la perspectiva necesaria para evaluar el drawdown frente a las pérdidas y los períodos previos. Viendo la Tabla 1 —que muestra los rendimientos totales netos mensuales y el rendimiento total acumulado neto—, se debería ver el rendimiento mensual de junio como -1.23% y el rendimiento acumulado neto cayendo desde 4.26% a fines de mayo hasta 2.98% a fines de junio. Esto contrasta con el aumento de alrededor del 4% experimentado entre principios de mayo y la primera semana de junio, y la posterior reducción dentro del mismo mes de un similar -4% inmediatamente después hasta mediados de junio. Centrarse únicamente en el drawdown de forma aislada sin tener en cuenta ningún período previo y el rendimiento total acumulado neto antes y después del drawdown puede conducir a una miopía devastadora. Lo mismo se puede ver en el período previo a la primera semana de septiembre y el posterior drawdown dentro del mes hasta finales de septiembre. La rentabilidad total neta acumulada alcanzó un máximo del 4,26% a finales de mayo y luego cayó un -1,28%, para finalizar junio en el 2,98%. Después, la rentabilidad total acumulada neta volvió a alcanzar un nuevo máximo del 4,9% a finales de agosto y luego cayó un -3,5%, para cerrar en el 1,4% a fin de septiembre. Esto contrasta con los drawdowns de aproximadamente -3% en junio y -4% en septiembre. A pesar de ello, desde que el Fondo comenzó a operar, la rentabilidad total acumulada neta sigue siendo del 1,4%. Además, considere que en septiembre todos los activos individuales de la cartera cayeron entre -4% y -5%, a excepción de los bonos.

No negamos la importancia de los drawdowns, sino que siempre deben ponerse en perspectiva y en su contexto. El tamaño de los drawdowns aislados es útil para alguien que invierte de golpe y por primera vez en un fondo el total que desea invertir, en lugar de seguir alguna forma de ampliación o

aportación periódica. Tal inversionista debe considerar qué pérdida potencial podría experimentarse inmediatamente después de haber invertido la suma global. Una vez pasado un periodo de tiempo suficiente desde el inversor ingresó al fondo, los drawdowns pierden importancia —siempre y cuando estén contenidos y no lleguen a ser desproporcionados, claro. Lo que importa al cabo del tiempo son las ganancias acumuladas y las pérdidas mensuales. Lo que queremos decir con esto a modo de ejemplo es que, si usted ha estado invertido en un fondo durante un período más largo, digamos mirando hacia atrás a 2019, y el fondo ganó el 20% en 2019, el 8% en 2020 y en lo que va de 2021 está ganando un 2% adicional, cualquier drawdown reciente no debería preocuparle ya que su retorno neto acumulado es de un +32% en lo que ha sido un período de tiempo relativamente corto de 2.75 años. Con tal perspectiva, ni las pérdidas mensuales de junio y septiembre de 2021 ni sus drawdowns dentro de esos meses son terriblemente significativas en términos relativos. Por supuesto, esta perspectiva es más difícil para un nuevo inversor que invierte en un fondo por primera vez, especialmente justo antes o durante cualquier drawdown reciente, con solo 6 meses de histórico. A medida que pasa más tiempo y se obtienen y acumulan beneficios, la perspectiva que estamos indicando entra cada vez más en juego para todos los inversores del fondo.

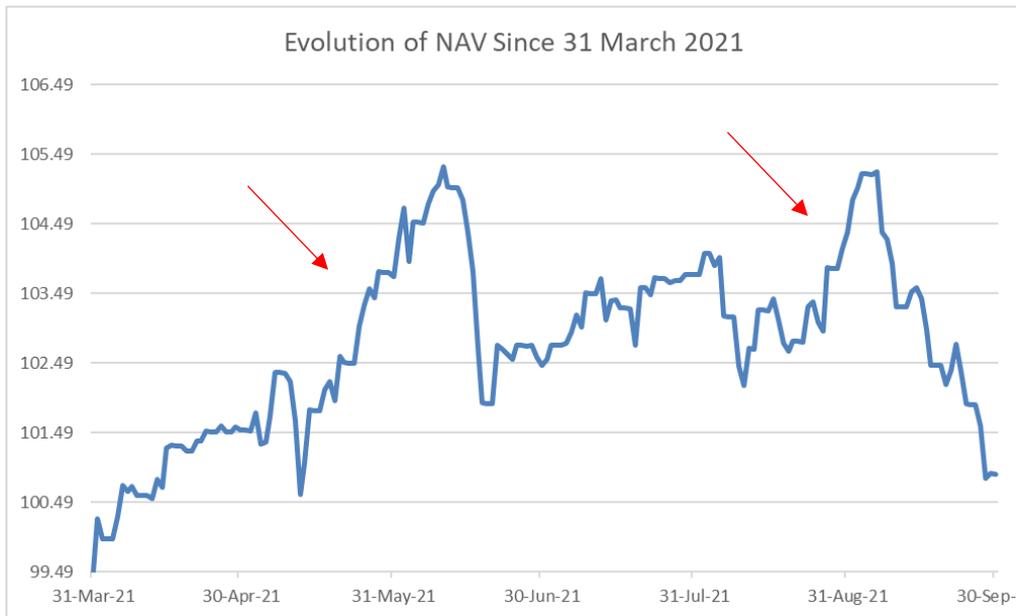
Profundizando en los actuales drawdowns desde que el Fondo comenzó a operar el 31 de marzo de 2021 hasta el 30 de septiembre, también es útil otra perspectiva: la de los niveles de precios de los activos en cartera individualmente desde sus máximos durante el mismo período. En EEUU, las acciones cayeron un -5,2%, Europa un -4,3%, los mercados emergentes un -9,9%, el inmobiliario un -8% y el oro un -9,3%. En cuanto a los bonos, los rendimientos han aumentado desde sus mínimos en la siguiente cantidad absoluta de rentabilidad: 2 años +0.17%, 5 años +0.37%, 7 años +0.39%, 10 años +0.36% y 30 años +0.28%. En términos relativos, esta es un aumento de la rentabilidad de: 2 años +121%, 5 años +57%, 7 años +41%, 10 años +30% y 30 años +15%. Como se puede ver de nuevo, el extremo más corto de la curva de rendimiento —de 2 a 7 años— ha aumentado en rentabilidad en una proporción mucho mayor que el extremo más largo de la curva del bono a 30 años. Mirando las caídas en el precio desde máximos de los tres activos individuales de "riesgo" en la cartera (acciones, inmobiliario y oro), un drawdown a nivel de cartera del -4.14% en septiembre es sustancialmente menor que los drawdowns individuales de los tres activos de riesgo y muy coherente con la construcción ex ante de la cartera. Por último, no hay que perder de vista que a pesar de todas estas caídas de precios la cartera sigue siendo positiva en +1,4% TR neto a 30 de septiembre. Por supuesto, la construcción de la cartera y las técnicas de reducción de riesgos diseñadas para mitigar las pérdidas desproporcionadas son solo una parte de la construcción de nuestra cartera. La otra pata, de igual importancia, es cómo se comporta la cartera cuando la mayoría o todos los activos individuales de la cartera están aumentando su precio desde mínimos y haciendo nuevos máximos.

Aunque es crucial analizar el comportamiento de la cartera durante los períodos de pérdidas, es igualmente importante analizar los períodos de ganancias para llegar a comprender cualquier cartera y cómo debería comportarse. Con esto en mente dirigimos nuestra atención a los meses de abril, mayo, julio y agosto. Lo que esperamos ver durante los períodos en que los activos de la cartera están aumentando de precio es que la cartera obtiene ganancias más que satisfactorias. Por supuesto, no seguirá el ritmo de las ganancias de la bolsa en tiempos tan efervescentes como los recientes. Nuestra cartera está diseñada para obtener ganancias más que satisfactorias durante períodos de euforia y perder sustancialmente menos que la bolsa durante períodos de miedo extremo, en los que se producen pérdidas desproporcionadas en bolsa. Esto es a lo que nos referimos como nuestra búsqueda constante de asimetría. Aunque el Fondo tiene una corta vida de solo 6 meses, hay señales de que en esta etapa igualmente crítica la cartera se está comportando correctamente al observar las ganancias positivas obtenidas durante los meses de abril, mayo y julio debido a los avances sustanciales del 31 de marzo al 10 de junio y nuevamente hacia fines de agosto hasta la primera semana de septiembre (flechas en gráfico 2).

Abril registró una ganancia neta total de 2.05%, siendo el primer mes completo de operaciones. Las acciones en los Estados Unidos lideraron el camino con ganancias del 5,4%, Europa del 2,1% y los

mercados emergentes del 2,5%; todos contribuyendo a la cartera. El inmobiliario fue el principal activo de cartera con ganancias del 8%. Las rentabilidades de los bonos cayeron ligeramente en toda la curva en abril, proporcionando ligeras ganancias y el oro subió un 5%. Por lo tanto, la conclusión es que la cartera obtiene ganancias más que satisfactorias cuando todos los activos suben. Lo que sería extremadamente preocupante es si la cartera no obtuviera interesantes ganancias cuando todos los activos subieron tanto.

—Gráfico 2—



En mayo, los activos en cartera continuaron su marcha al alza, aunque los participantes en algunos activos necesitaban un ligero recordatorio de que la inversión no es un sprint sino una maratón: Los participantes en el oro claramente no recibieron ningún recordatorio de este tipo. El inmobiliario ganó un 1%, las acciones de EEUU 0.44%, Europa 2.6%, EM 0.4%, oro 7% y las rentabilidades de los bonos cayeron ligeramente a lo largo de la curva (aumentaron su precio). Por lo tanto, nuevamente todos los activos de la cartera aportaron una ganancia atípica que contribuyó a la ganancia total de la cartera del 2,17% en mayo. Una vez más, cuando los activos de la cartera obtienen ganancias de un tamaño decente, la cartera los capitaliza —en menor medida, pero de manera más que satisfactoria.

Durante julio, el oro, el inmobiliario y las acciones subieron —con la excepción de los mercados emergentes. Esto último debido a que el gobierno chino empezó a mostrar sus verdaderos colores en público. También las rentabilidades de los bonos fueron algo más bajas en toda la curva.

Por el contrario, agosto fue positivo, pero bastante mixto en cuanto al comportamiento de los activos. Las rentabilidades de los bonos subieron, pero no a las alturas de junio. El oro se mantuvo prácticamente plano. El inmobiliario subió hacia fines de agosto y en la primera semana de septiembre. Las acciones en Estados Unidos y Europa subieron. Mientras, los mercados emergentes bajaron otro tramo, pero se recuperaron para terminar agosto casi planos. Otro sprint breve y agudo comenzó en los últimos días de agosto y alcanzó su punto máximo durante la primera semana de septiembre. Una vez más, demostrando que cuando los activos de la cartera suben de precio, la cartera es capaz de obtener una buena y satisfactoria proporción de dichas ganancias. La primera pata de la cartera está demostrando que sigue viva y coleando.

Para terminar esta primera sección sobre los resultados del fondo, una breve nota para aquellos que no conocen el comportamiento de la cartera en meses y años anteriores a su lanzamiento: La regulación financiera nos impide publicar resultados anteriores previos a la existencia del Fondo. Sin

embargo, podemos al menos afirmar que si el Fondo hubiera comenzado a operar el 31 de diciembre de 2020, el rendimiento total del año hasta la fecha (YTD) al 30 de septiembre de 2021 sería un poco más alto, aproximadamente un +2,6%.

Con esto concluye nuestra revisión del rendimiento de la cartera en el tercer trimestre y desde que comenzaron las operaciones del Fondo el 31 de marzo de 2021. Sin embargo, nos gustaría animarle como inversor del Fondo a que no dude en lo más mínimo en ponerse en contacto con nosotros con sus preguntas, comentarios o sugerencias. Trabajamos para Usted, para nosotros mismos y para nadie más.

A continuación, nos gustaría compartir nuestra visión de los mercados; desde el pasado, el presente y el futuro. Aquí podemos escuchar: "¡Pero si no conoces el futuro, no puedes predecirlo y no puedes entender realmente el pasado!" Efectivamente, esta crítica es absolutamente correcta y apropiada, pero eso no significa que no podamos tratar de pensar en por qué los eventos ocurrieron así en el pasado, dónde estamos en el presente, qué podría suceder en el futuro y, sobre todo, cómo tales eventos podrían afectar nuestra cartera. Aunque solo sea un ejercicio intelectual, tal proceso puede ayudarnos a tratar de comprender el comportamiento de los participantes del mercado y su efecto en el comportamiento de los activos en la cartera. Por supuesto, somos esencialmente ciegos y nada proféticos, pero creemos firmemente que, pase lo que pase, tenemos una combinación suficiente de activos que nos permitirán pescar y llevar a puerto una buena captura a pesar de que no somos los que creamos el mercado.

* * *

Mercados

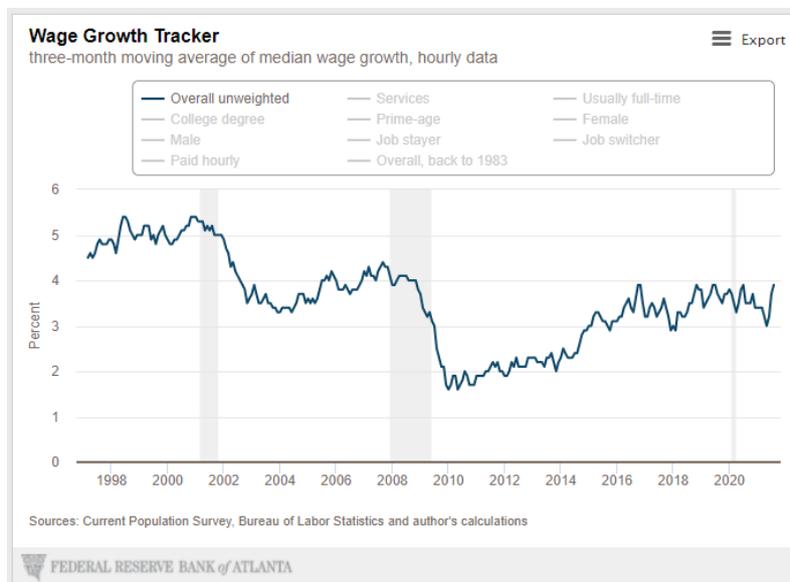
"Si no sabes de dónde vienes, no sabes dónde estás. Y si no sabes dónde estás, no sabes a dónde vas. Y si no sabes a dónde vas, probablemente te estás equivocando".

—Sir Terence David John Pratchett OBE R.I.P.

Creemos que para saber hacia dónde vamos, tenemos que volver a los acontecimientos históricos de 2008 y sus consecuencias, sin mencionar el régimen que entró en juego a partir de 1980 con el período denominado como globalización: La exportación de manufacturas a China. No es nuestra intención aburrir con las razones por las que los bancos centrales de todo el mundo inundaron el sistema financiero con la ahora infame QE; el jurado aún está deliberando sobre si la QE fue una medida exitosa. Sin embargo, debido al corto-placismo político y a la necesidad en ese momento, las consecuencias de no actuar en absoluto habrían sido mucho peores a corto plazo. Piense en un paciente gravemente enfermo en la cama de cuidados intensivos que requiere soporte vital y tendrá una imagen bastante precisa del estado del sistema financiero a fines de 2008.

Alrededor de los años 2010 y 2011, todos los analistas financieros nos alertaban a gritos sobre la inminente inflación. Nos sorprendió que muchos participantes creyeran que el paciente podía levantarse de la cama en cuidados intensivos, quitarse todas las máquinas de soporte vital, y comenzar a correr una maratón. Con los bancos sin prestar, las empresas aprovechando los bajos tipos de interés de sus bonos corporativos para simplemente recomprar sus propias acciones, y el crecimiento salarial —aunque cayó a la mitad entre 2008-2010— apenas aumentando por encima del 2% entre 2010-2014 (ver gráfico 3); no es difícil entender por qué una inflación más alta no acabó apareciendo como se temía en 2010/11.

—Gráfico 3—



Mas adelante, a principios de 2021, los préstamos bancarios en los bancos más grandes de Estados Unidos como proporción de sus activos totales cayeron a solo el 46%, un mínimo histórico. La economía estaba creciendo a su ritmo más rápido de la historia a finales de 2020. Sí, una gran oferta monetaria más una velocidad bastante alta del dinero pueden y traerán una inflación más alta, pero creemos que todavía está muy lejos.

Desde entonces, ha aparecido una inflación más alta, pero, en nuestra opinión, esto no se debe a que la economía de los Estados Unidos esté llena de optimismo, sino a que los compradores están en pánico debido a problemas de suministro, costes de transporte estratosféricos y ahora costes de energía mucho más altos —por ejemplo, petróleo, electricidad y gas natural. ¿Significa esto que la actual inflación es pasajera, ha llegado para quedarse, o que podría aumentar exponencialmente a una hiperinflación como muchos predijeron en enero y febrero de 2021? Solo el tiempo lo dirá, pero creemos que, sin un aumento de los préstamos bancarios, un mayor crecimiento de los salarios y, por supuesto, un crecimiento económico por encima de al menos el 2,5%, es probable que la inflación sea transitoria. Recordemos que la gran inflación de finales de la década de 1970 tardó al menos una década en materializarse desde que sus semillas se sembraron por primera vez.

Sin embargo, creemos que el régimen de tipos descendientes que empezó en torno a 1980 se revertirá y entraremos en un entorno de tipos de interés generalmente crecientes con una inflación más alta de lo que hemos estado acostumbrados desde 1980. A medida que los factores deflacionarios de la globalización y la exportación de manufacturas a China, —con costos más baratos y mayores márgenes—, se invierten en mayor o menor medida y muchos procesos y dependencias regresan a casa o más cerca de casa; los precios en general se enfrentarán a una presión al alza. Sin embargo, esto no significa que los ciclos de mercado dejarán de existir, sino que los activos en cartera y algunas de sus relaciones se invertirán. Los bonos enfrentarán vientos en contra y con tasas de descuento más altas, por lo que las acciones también enfrentarán reducciones en la valoración de sus ganancias futuras.

Volviendo a los bancos centrales, su QE y control del coste del dinero a través de los tipos de interés, resulta que ellos y sus cohortes políticas están un poco en aprietos. Los gobiernos dependen del nivel de los tipos de interés para financiar sus programas de gasto y, por supuesto, de la QE para mantener a los compradores de sus emisiones de bonos siempre listos. Nuestra opinión es que los bancos centrales y especialmente la Fed habían estado tratando de reducir la QE y su balance entre 2013 y 2018. Más importante aún, la Fed estaba desesperada por devolver los tipos a niveles más normales o al menos hacer que volviera a un nivel más alto desde el cual poder recortar cuando fuera necesario en el futuro. Esto permitiría que se confiara menos en la QE, volviendo a la política monetaria 1.0 y sin necesidad de política monetaria 2.0, 3.0, etc.

Entonces, ¿qué pasó la última vez? El primer *tapering* (o reducción en el programa de compra de bonos) comenzó en diciembre de 2013 y terminó con una compra final de 15\$ mil millones en octubre de 2014, que resultó no ser definitiva. Los participantes del mercado luego se centraron en el primer aumento de la tasa de interés desde 2007 anunciado por Yellen en 2014 a partir del año siguiente, 2015. De hecho, el primer aumento de la tasa de interés se produjo en diciembre de 2015 y el plan de la Fed finalmente entró en juego. Sin embargo, el siguiente aumento de tipos no llegó hasta diciembre de 2016, pues dependían de la evolución de los datos económicos. Esto no debería haber sido una sorpresa, ya que la Fed tuvo que andar con mucho cuidado para no presionar demasiado la economía. En ese caso, no solo las tasas de interés tendrían que caer a cero nuevamente, sino posiblemente el lanzamiento de otro QE.

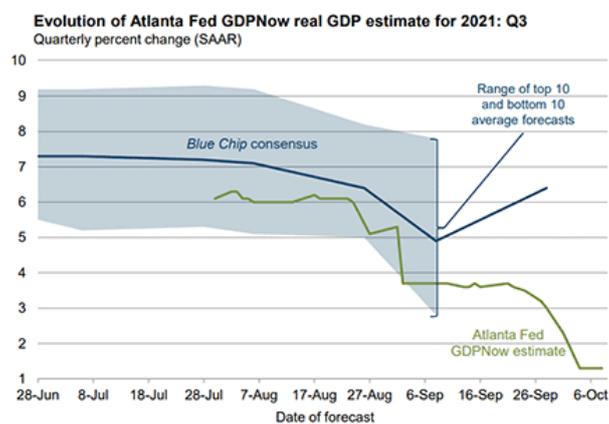
Desafortunadamente, Yellen fue sustituida por Powell y la Fed continuó elevando los tipos al 2,4%, con el último aumento en diciembre de 2018. Podemos entender su deseo de tratar de devolver las tasas a un entorno de normalidad y no volver a confiar en un futuro lejano en la QE. Los tipos se redujeron en 2019, pero se detuvieron en alrededor del 1,5%. Naturalmente, la Fed no quería reducir a cero nuevamente e intentó ver si la economía podía crecer con los tipos en un 1,5%. ¿Por qué? Porque si la economía pudiera crecer con una inflación estable, entonces la Fed podría subir los tipos la próxima vez desde un punto de partida más alto que cero y, por lo tanto, probablemente podría elevar las tasas a un nivel más alto que en 2018, devolviendo así la política monetaria a un entorno de normalidad sin necesidad de la QE. Recordemos que la QE es percibida como políticamente incorrecta y además causa una gran distorsión financiera —aunque el objetivo sea que el paciente pueda

salir de la unidad de cuidados intensivos por su propio pie, de forma más o menos normal y que no dependa más de medidas de soporte vital.

Pero el destino es caprichoso y la gripe china apareció de la nada, por lo que los planes de la Fed se arruinaron. No solo los tipos de interés tuvieron que volver a caer a cero, sino que se tuvo que reiniciar una QE aún mayor que durante todo el período desde la crisis financiera de 2008. El paciente volvió a la cama de cuidados intensivos, conectado de nuevo a soporte vital. ¡Quién pudiera ser una mosca dentro del edificio de la Fed para ver qué pasó dentro!

Así que estamos de vuelta a un proceso de política monetaria similar al que se intentó de 2013 a 2018, en una transición de mitad de ciclo a fin de ciclo. Pero ¿estamos realmente en medio del ciclo? En ese caso, ¿cuánto tiempo durará la mitad del ciclo? ¿Llegaremos alguna vez a la fase final del ciclo? ¿Qué pasa si estamos todavía en la fase del ciclo temprano? Cualquiera que sea el caso, en este momento la situación se complica por una mayor inflación (¿transitoria?) y un menor crecimiento del PIB real, como lo muestra el PIB de la Fed de Atlanta en tiempo real y las proyecciones de su disminución en las últimas publicaciones de proyecciones económicas del FOMC (ver Gráfico 4).

— Gráfico 4 —



En 2013, cuando comenzó el *tapering* del ciclo anterior, la inflación era mucho más baja que en 2021 y el crecimiento anual del PIB real era más alto, de alrededor del 4,3%. Luego, a finales de 2015 (primer aumento del tipo de interés) la inflación seguía siendo moderada y el crecimiento del PIB real había caído al 2,7%, pero aumentó al 3,5% a finales de 2016 (cuando se produjo la segunda subida de tipos de interés), alcanzando un máximo del 4,8% en 2017. Estas cifras están en notable contraste con el momento actual de la economía a finales de 2021, con la Fed a punto de comenzar el nuevo *tapering*. Aunque la Fed ha dejado claro que cualquier aumento de los tipos de interés se basará en un conjunto de factores completamente diferente.

Constantemente nos hacemos todo tipo de preguntas (como se debería esperar de nosotros). ¿Qué pasa si la Fed detiene el *tapering* antes de que termine? ¿Qué pasa si completan con éxito el *tapering*, pero la economía no puede tolerar ningún aumento en los tipos de interés? ¿Qué sucede si la inflación se mantiene en estos niveles o aumenta aún más? ¿Qué pasa si otro evento exógeno (gripe china) vuelve a conmocionar los mercados y la economía? etc. Nuestra respuesta a todas estas preguntas y escenarios es que simplemente no tenemos idea de lo que se va a suceder. Todo lo que sabemos es que cualquiera de ellos puede suceder y uno o más de ellos sucederán, pero no tenemos la más remota idea de cuál ni o cuándo sucederán.

Sin embargo, podemos y debemos tener un marco dentro del cual poder construir la cartera de acuerdo con criterios estrictos y un proceso de inversión sólido y repetible. Es y nunca será perfecto, pero si podemos ponernos en una posición en la que poder capturar cantidades moderadas de los

rendimientos del mercado, al tiempo que reducimos las posibilidades de sufrir pérdidas desproporcionadas —aunque sin dar con el momento y con algo de suerte—, podremos componer el crecimiento de la cartera a un ritmo más que satisfactorio. Aprovechamos para recordar dos interesantes gráficos de uno de nuestros últimos memos:

Retorno total de \$100 invertidos en S&P-500 TR: ene1926-dic2020:



Retorno total de \$100 invertidos en S&P-500 TR: ene1926-dic2020:



Cerrando el círculo, estamos ciegos y no estamos cerca de ser proféticos. Podemos estar seguros de que los eventos ocurrirán, pero no tenemos certeza de cuándo sucederán. La QE puede terminar, pero los tipos de interés pueden no subir como se esperaba o pueden subir mucho más tarde de lo esperado. Es posible que sea necesario volver a iniciar la QE. La inflación podría persistir o subir y luego los tipos de interés podrían tener que aumentar a pesar de que el crecimiento sea débil. La QE puede terminar y después los tipos de interés seguir subiendo, con el crecimiento mejorando o al menos continuando a pesar de las subidas de tipos. No podemos saber cuál se desarrollará o exactamente cómo ni cuándo.

En Affinium, confiamos en la construcción de nuestra cartera, el marco estricto y el proceso repetible resultante, de modo que sea cual sea el escenario que se presente, tenemos la combinación correcta de activos para sobrevivir a las tormentas de los ciclos del mercado, así como obtener retornos más que satisfactorios cuando llegan los buenos tiempos de la cosecha. Esa es la esencia en el diseño de nuestra cartera y así lo seguirá siendo.

Muy atentamente,

Marcos Pérez y Sharash Alexander

Aviso legal:

Todo el contenido de este documento está protegido por las leyes de Propiedad Intelectual y sujeto a las siguientes condiciones: Ninguna parte total o parcial de este documento podrá ser copiado, reproducido, modificado, publicado de nuevo, cargado, manipulado, transmitido o distribuido de modo alguno, en ningún soporte, total o parcialmente, sin el consentimiento previo por escrito de los representantes de Affinium Internacional FI; salvo una copia de los materiales que usted podrá almacenar en su ordenador personal para uso privado, sin fines comerciales, respetando todos los derechos de propiedad intelectual y cualquier otro derecho que se pudiera mencionar. La reproducción, almacenaje permanente y la difusión de los contenidos o cualquier otro uso que tenga finalidad pública o comercial queda expresamente prohibida sin el consentimiento previo expreso y por escrito.