



# AFFINIUM

Disciplina + Humildad + Rigor ⇒ Verdad

## Carta 4º Trimestre de 2021

31 de enero de 2022

*"Nada se pasa por alto con más frecuencia que lo obvio".*  
—Thomas Temple Hoyne

*"No hay nada más engañoso que un hecho obvio".*  
—Sir Arthur Conan Doyle

### La diferencia entre ver y observar

*“—Siempre que le oigo aportar sus razones, me parece todo tan ridículamente sencillo que yo mismo podría haberlo hecho con facilidad, aunque, en cada uno de los casos, me quedo desconcertado hasta que me explica todo el proceso que ha seguido. Y, sin embargo, creo que tengo tan buenos ojos como usted.*

*—Así es, en efecto —me contestó [Sherlock Holmes], encendiendo un cigarrillo y dejándose caer en un sillón—. Usted ve [Dr. Watson], pero no se fija. Es una distinción clara. Por ejemplo, usted ha visto con frecuencia los escalones para subir desde el vestíbulo a este cuarto.*

*—Muchas veces.*

*—¿Como cuántas?*

*—Centenares de veces.*

*—Dígame entonces cuántos escalones hay.*

*—¿Cuántos? Pues no lo sé.*

*—¡Lo que yo le decía! Usted ha visto, pero no se ha fijado. Ahí es donde yo hago hincapié. Pues bien: yo sé que hay diecisiete escalones, porque los he visto y, al mismo tiempo, me he fijado.”*

*Sir Arthur Conan Doyle, “Un escándalo en Bohemia”, 1891.*

**Estimado inversor:**

Durante el cuarto trimestre el valor liquidativo del fondo subió un 2.58%, siendo la subida en diciembre del 2.48%.

El retorno acumulado desde que el fondo comenzó las operaciones el 31 de marzo de 2021 y hasta el 31 de diciembre de 2021 es de 4.01%, siendo los resultados mensuales como siguen:

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	2021
Valor Liquidativo	-	-	99.49	101.53	103.73	102.46	103.76	104.36	100.88	102.21	100.98	103.49	
Retorno Total Neto	-	-	-	2.05%	2.17%	-1.23%	1.27%	0.58%	-3.33%	1.32%	-1.21%	2.48%	4.01%
Acumulado	-	-	-	2.05%	4.26%	2.98%	4.29%	4.90%	1.40%	2.73%	1.49%	4.01%	

La primera pregunta tras el cierre de un año natural es **¿cómo ha contribuido cada activo a la rentabilidad total de la cartera?** Las respuestas pertenecen al área de estudio del "Análisis de Rentabilidad", en particular técnicas de "Atribución de Rentabilidades" y, más concretamente, al "Análisis de Contribución de Rentabilidad".

Queremos aclarar que, desde que empezamos a trabajar en los mercados financieros en 1995, el uso de una simple suma aritmética de la rentabilidad bruta de cada activo comparada con la rentabilidad bruta aritmética total de la cartera era el único método y, por tanto, el más frecuente. Hoy en día, el campo de la atribución de rentabilidades cuenta con más artículos y modelos que muchas teorías de valoración de activos. Sin embargo, seguiremos utilizando la suma aritmética de los rendimientos brutos individuales, ya que muestra las contribuciones de los activos al rendimiento bruto total de la cartera de una manera sencilla y comprensible:

CONTRIBUCIÓN POR ACTIVO\*: 31 marzo 2021 - 31 diciembre 2021

	Bolsa	Inmobiliario	Oro	Bonos	Cartera
2021	2.10%	5.53%	-0.75%	-1.02%	5.86%

\* Retornos brutos (sin incluir liquidez ni costes del fondo)

En cuanto a los **gastos directos del fondo**, podemos adelantar los siguientes gastos directos y los gastos de compraventa de valores individuales (corretajes):

GASTOS DIRECTOS 2021	
Comision de Gestion	-0.91%
Comision Depositario	-0.09%
Tasas, Auditor, Banca etc.	-0.36%
Ratio Total Gastos	-1.36%
Corretaje Valores	-0.04% (€ 1 484.06)

Hay que recordar que los costes de corretaje no están incluidos en el Ratio Total de Gastos publicado por la CNMV.

La rentabilidad media estimada de la liquidez, incluyendo los saldos mantenidos en el banco depositario y todas las operaciones REPO a un día en títulos de deuda pública durante el periodo, se anualizó en -0.55%.

También proporcionamos la media de las exposiciones a divisas distintas del EUR durante el periodo comprendido entre el 31 de marzo de 2021 y el 31 de diciembre de 2021:

EXPOSICIÓN A DIVISAS NO-EUR 2021		
Divisa	Cantidad	%del fondo
USD	\$242 650	6.43%
GBP	£19 200	0.68%

Como se puede apreciar, el Fondo apenas tiene exposición (riesgo) a divisa. Por lo tanto, el Fondo no gana ni pierde apenas rentabilidad adicional significativa por los movimientos del dólar frente al euro o de la libra frente al euro.

Esta insignificante exposición a divisas se debe a la utilización de derivados y refleja los márgenes depositados en divisas según lo requerido por el bróker, siendo la mayoría de las veces una proporción muy pequeña del valor de exposición notional total del activo.

Por lo tanto, aunque invertimos aproximadamente el 92.5% del Fondo en valores denominados en USD, sólo tenemos un 6.43% de exposición a USD y un 0.68% a GBP.

Teniendo en cuenta que en 2021 el USD aumentó frente al EUR en un +8.34%, dejamos de ganar un +7.72% de esta apreciación del USD con respecto al EUR.

Nótese que, del mismo modo, si el USD hubiera disminuido frente al EUR en la misma proporción del -8.34%, entonces no habríamos perdido un -7.72% extra por dicha depreciación del USD frente al EUR.

En diciembre de 2021 muchos de Ustedes nos escribieron preguntando por la diferencia entre la rentabilidad de nuestro Fondo y la de otras carteras o fondos que consideraban "similares". Debido a estas consultas, publicamos la nota aclaratoria titulada "*El impacto de divisa no-EUR en el retorno total de una cartera o fondo: Un activo extra en cartera*" (descargable en la sección de Publicaciones de nuestra web), explicando la razón principal de una diferencia tan significativa en nuestra rentabilidad durante 2021.

\* \* \*

## Mercados

Comenzamos esta breve sección donde terminamos nuestra última carta trimestral del 3º Trimestre de 2021 (descargable en la web). Es decir, sobre la política monetaria de los bancos centrales y el abuso de una jerga de términos técnicos como "QE", "Operación Twist", "QT", "Reducción del Balance", etc.

Como Ustedes —agudos observadores— ya sabrán, el plan de los bancos centrales se focaliza de nuevo en devolver la política monetaria a la "normalidad".

Sin dejarse ofuscar por la jerga, en concreto la Fed ha estado desde 2014 tratando de reducir sus enormes activos (su hoja de balance) —hoy cerca de los 9 billones (*trillions* anglosajones) de dólares— de vuelta a la “normalidad” de 1 billón de dólares. Al mismo tiempo que busca aumentar los tipos de interés (*Fed Funds Rate*) de vuelta a un nivel más alto y normal. ¿Por qué? Para que la política monetaria dependa —como casi siempre antes— únicamente de los tipos de interés que marca la Fed. Recordemos el marco conceptual de la Fed, que consistía en que cuando la economía se calentaba demasiado —por encima de una inflación moderada— entonces subían los tipos de interés, y cuando la economía se enfriaba demasiado —aumento del desempleo— entonces bajaban los tipos de interés.

Esta vuelta a la normalidad es el objetivo actual de la Fed y lo será durante “mucho tiempo”, pues la reducción de 9 billones de dólares de activos necesitará un largo periodo de crecimiento económico ininterrumpido, similar a los periodos 1991-2000 y de nuevo en 2009-2018.

Como mencionamos en nuestra carta del tercer trimestre, la Fed intentó por primera vez este ejercicio desde 2015 hasta 2019, cuando los tipos de interés de la Fed se elevaron del 0% al 2.5% y los activos de la Fed se redujeron lentamente. En 2019 redujo los tipos del 2.5% al 1.5% para ver si la economía podía crecer a todo su potencial o incluso por encima, con el objetivo de disponer de mayor margen para seguir subiendo los tipos posteriormente hasta un nivel objetivo más alto de tipos. Sin embargo, el shock exógeno de la gripe china arruinó el plan de la Fed.

Esto provocó que la Fed volviera a bajar los tipos de interés al 0% y que los activos de la Reserva Federal se dispararan hasta duplicar su máximo de 4.5 billones de dólares posterior a 2008. Por lo tanto, la Fed ha vuelto de nuevo a la casilla de salida, pero esta vez con 9 billones de dólares más en activos y además con una mayor inflación.

La Fed necesita ahora otro ciclo largo de crecimiento que proporcione un entorno en el que poder reducir sus activos poco a poco, y los tipos de interés puedan subir lentamente junto con los altibajos del crecimiento económico y los inevitables ciclos.

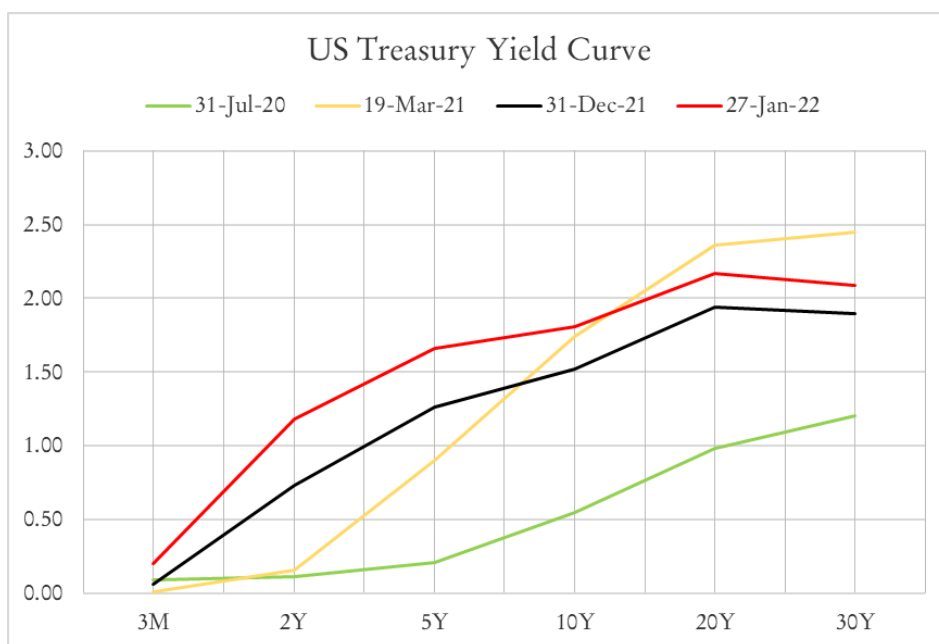
En ausencia de otros choques exógenos y suponiendo un crecimiento del PIB por encima del potencial del 3-4%, estimaríamos un mínimo de 10 años como "mucho tiempo".

Durante este tiempo seguirá habiendo ciclos y, si la inflación es moderada, podemos esperar que la Reserva Federal intente el sueño de todo banquero central: la "Economía *Goldilocks* (Ricitos de Oro)". Ésta se define como un crecimiento económico razonablemente robusto y un bajo desempleo, junto con una inflación baja y estable. La economía no se calentaría

demasiado para inducir una inflación superior a la moderada ni se enfriaría demasiado para provocar un aumento del desempleo.

Durante nuestros primeros años en los mercados financieros, esta Economía *Goldilocks* se consiguió bajo la dirección de Alan Greenspan en la Reserva Federal, por lo que en aquella época se le caracterizaba simplemente como un mago.

Si pasamos a observar el mercado de bonos, podemos ver que **la curva de tipos** de los bonos del Tesoro de USA (*US Treasury Yield Curve*, Gráfico 1) está señalando actualmente que podríamos estar cerca del final del actual ciclo de mercado, ya que ha comenzado el "aplanamiento". Una vez que el aplanamiento se produce en todos los plazos, la curva puede avanzar más hacia lo que se conoce como una "inversión": Esto es, los tipos de interés a largo plazo llegan a ser más bajos que los de corto plazo.



— Gráfico 1 —

Se puede observar que el último mínimo reciente a lo largo de la curva de tipos fue el 31 de julio de 2020, así como el máximo en la rentabilidad de los bonos a 20 y 30 años (20Y y 30Y) ocurrió el 19 de marzo de 2021. Desde marzo de 2021, tanto la rentabilidad del 20Y como del 30Y son más bajas, mientras que la del bono a tres meses (3M), 2 y 5 años (2Y y 5Y), son mucho más altas, con las rentabilidades del 2Y y el 5Y especialmente más altas a partir del 27 de enero de 2022.

Además, desde el 31 de diciembre de 2021 ya se ha experimentado una inversión en el extremo de la curva que va del 20Y al 30Y. Por último, la rentabilidad del 10Y prácticamente no ha cambiado desde el 19 de marzo de 2021 hasta hoy, 27 de enero de 2022.

Es importante recordar que nuestras observaciones sobre el comportamiento de los participantes en el mercado de bonos no son una señal predictiva, sino sólo una observación. El futuro está lleno de posibilidades y de acontecimientos inimaginables. El aplanamiento puede revertirse y/o la inversión llegar más tarde o no llegar, y la cartera se constituye precisamente para ser robusta a los distintos escenarios.

Las acciones que tome la Fed a partir de aquí dependerán mucho de la evolución del crecimiento económico y de la inflación, pero podemos estar seguros de que, como mínimo, comenzarán a retirar el inmenso apoyo monetario prestado en respuesta al shock inducido por la gripe china.

Al mismo tiempo, el importante apoyo fiscal proporcionado por el gobierno ya ha disminuido y será negativo en 2022. La supresión simultánea de ambos estímulos, sin duda, restará algo de viento en las velas de la economía.

¿Será capaz el Sr. Powell de navegar la política monetaria, evitar una tormenta demasiado fuerte en la economía y la inflación, y devolver el barco sano y salvo a puerto?

Ya lo veremos. Pero mientras tanto, **observaremos**.

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.*