

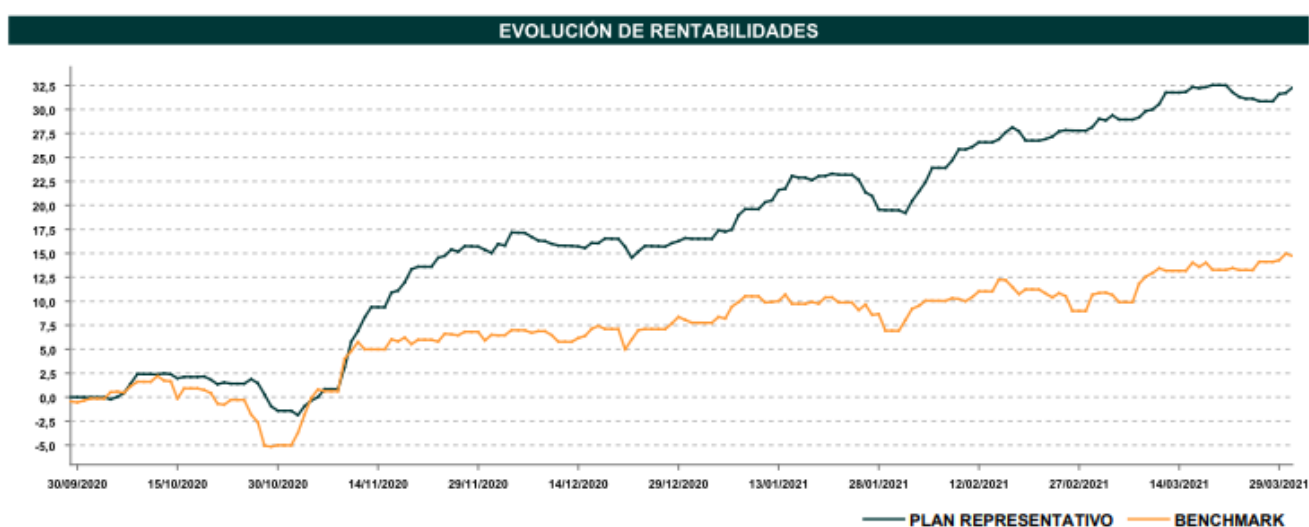
INFORME DE GESTION 1^{er} TRIMESTRE 2021

CRIANZA DE VALOR PP

1. Resumen ejecutivo

El trimestre ha estado marcado por el lento avance, pero avanzando que es lo importante, respecto de las vacunaciones para el Coronavirus. También por la interminable espera del desbloqueo de las ayudas europeas que gran parte del tejido productivo español espera como *agua de mayo*.

El valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha subido un 13.53% en el trimestre. Nuestro fondo no es comparable a ningún índice de referencia (*benchmark*), ya que el objetivo del fondo es hacer crecer el valor liquidativo lo máximo posible con una volatilidad menor a la del mercado, aun así, se podría tomar una referencia que es la mezcla de un 85% del Eurostoxx 600 y un 15% del EONIA (ver gráfico adjunto).



Ya empezamos a tener un mínimo historial para poder hacer un análisis de rentabilidad que podemos ver en la tabla inferior y que dejamos para Uds puedan estudiar. Lo que es obvio, es que será difícil igualar este inicio del fondo (+32% en 6 meses) y prevemos una mayor volatilidad en el futuro.

ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD								
	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS
Rentabilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	3,52%	13,53%	32,29%	-	13,53%	-	-	-
BENCHMARK	5,28%	6,46%	15,36%	-	6,46%	-	-	-
Volatilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	5,96%	8,19%	9,90%	-	8,19%	-	-	-
BENCHMARK	9,94%	10,14%	12,40%	-	10,14%	-	-	-
Ratio de Sharpe								
PLAN REPRESENTATIVO	8,83	8,38	7,69	-	8,38	-	-	-
BENCHMARK	8,78	2,92	2,72	-	2,92	-	-	-

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, P.P

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 86%, Renta Fija un 12%, Materias Primas un 1% y Liquidez un 1%;

Inversiones a 31/03/2021	
	Descripción
	Liquidez
	Materias Primas
	Renta Fija
	Renta Variable

Mostrar 1 de 1 500



2. Evolución de la cartera de inversión

El valor de nuestra cartera ha crecido un 13.5% en el trimestre. Los valores de la cartera han rendido como sigue:

<i>Fairfax India:</i>	+25.8%
<i>Equam Incometric:</i>	+23.0%
<i>La Muza sicav:</i>	+21.7%
<i>Palm Harbour Capital:</i>	+18.8%
<i>Abaco Global Opportunities:</i>	+18.4%
<i>BB Biotech:</i>	+12.9%
<i>Trea RV Europea:</i>	+12.4%
<i>Protea Nao Sust. AM:</i>	+11.4%
<i>Buy&Hold Deuda:</i>	+2.1%
<i>Aurora Investment Trust:</i>	+0.0%
<i>Lift RVMixta:</i>	-0.0%
<i>ETF physical silver:</i>	-9.3%

3. Comentario sobre los valores de la cartera

3.1 El mejor valor de la cartera ha sido Fairfax India Holdings. El valor subió un 29.6% en dólares, pero hemos perdido un 3.8% por la apreciación del Euro respecto del dólar. Pocas noticias fundamentales para esta gran empresa, una de las participadas por Fairfax India: Seven Islands Shipping Limited (participada en un 48.5%) saldrá a Bolsa en la India para conseguir unos 55 millones de dólares US de capital nuevo, en un segundo paso Fairfax India y otros accionistas venderán acciones en el mercado para darle liquidez adicional.

3.2 Equam Incometric, ha sido el segundo mejor valor de la cartera creciendo un 23.0%. En este trimestre han rotado mucho su cartera, vendiendo sobre todo empresas que han llegado a su precio objetivo, como Piaggio, y reciclando los fondos a sectores y empresas donde ven oportunidades (como hoteles en UK/Irlanda, Withbread o Dalata Hotels; redes de gasolineras en Africa como Vivo plc o como cerveza con AB Inbev).

En cuanto a la inflación, ha subido durante el primer trimestre del año. En el caso de la zona euro, del menos 0.3% al más 1.3%. Eso ha elevado los tipos a largo. El bono a 10 años en EEUU ha subido de 0.7% a 1.7% en el último año y eso afecta directamente a las valoraciones. Resulta más difícil justificar valoraciones del 3%

Free Cash Flow yield como vemos en muchas compañías grandes europeas y americanas con los tipos un 1% más arriba. Los bancos centrales dicen que el repunte de la inflación será pasajero, que hay gente en paro y la inflación será por eso temporal y los tipos se normalizarán. Equam no sabe que pasará, pero están cómodos con su cartera en cualquier escenario. Con una valoración media de 8.5% de Free Cash Flow yield del año pasado, sin hacer ajustes, la cartera puede asumir una normalización a tipos de interés algo más altos y si hay inflación conseguirán trasladar la subida de precios. Si las cosas siguen como han estado hasta ahora, la rentabilidad de su cartera a largo plazo debería converger con ese 8.5%.

3.3 La Muza Sicav, se ha llevado la medalla de bronce del trimestre con un alza del 21.65%. Los mejores valores han sido Repsol, Atalaya Mining e IPCO, en general sus inversiones en materias primas han evolucionado muy bien. Los peores valores han sido Inmobiliaria del Sur y Navigator. Los gestores están vendiendo aquellos valores que se han revalorizado (Acerinox, Rovi, Arcelor, Cie, Piaggio, Ence) y han aumentado peso en aquellos rezagados en los que todavía ven potencial alcista como serían Azkoyen, General de Alquiler y Tubacex.

Prevén que es probable ver presiones inflacionistas en los próximos años (movimiento que se empieza a recoger en los bonos a 10 años americanos). Los sectores tradicionalmente más beneficiados suelen ser los cíclicos, así como materias primas y financieros y en general, todos aquellos sectores que tienen capacidad de traspasar rápidamente subidas de precios a sus clientes. La inversión en valor había estado muy deprimida en estos últimos años, en parte por el contexto macro en el que hemos estado inmersos desde el año 2015: poco crecimiento, poca inflación y poco ciclo, y que esto había llevado a sobre pagar excesivamente por cualquier sector o compañía que aportara algo de crecimiento diferencial, en detrimento de aquellos sectores o compañías con poco crecimiento o de valor. El episodio vivido desde finales de noviembre hasta febrero ha sido uno de los primeros capítulos de rotación clara, desde los sectores de crecimiento a los sectores de valor. Las razones que pueden estar tras este comportamiento son las apuestas a las que provocaron su pobre comportamiento, es decir, expectativas de inflación y fuerte recuperación del ciclo.

Desde La Muza recuerdan que el Russell 1000 Value/Growth Index está aún un 40% por debajo de los niveles del año 2016 y que este primer movimiento de rotación tan sólo lo ha hecho mejorar desde el -50%. Esta dinámica debe seguir reflejándose en las inversiones de valor en los próximos meses, más aún, si se van confirmando las expectativas de inflación y de recuperación de la economía.”

3.4 Palm Harbour Capital se ha comportado muy bien con un alza del 18.8%. Los mejores valores han sido Gamesys, Unieuro, RHI Magnesita, Danieli y OCI; los peores valores han sido MTU Aeroengines, International Game Tech y Esprinet. Durante el trimestre Gamesys y ASTM han recibido ambas ofertas por parte de Bally's Corp y de los accionistas de control junto con el Private Equity Ardian respectivamente. Han estado tomando algo de beneficios en las empresas que más han subido y reforzado las apuestas en las que menos han subido.

Al final del trimestre la cartera estaba a un ratio PER de 10.9x, un FCF yield del 14.5%, un EV/ebit de 8.6x con una deuda razonable (1.4x deuda neta / ebitda) y un retorno sobre el capital tangible del 28%. Les entrará liquidez durante el trimestre que utilizarán para invertir en otras empresas que tienen estudiadas.

En cuanto a la economía ven una clara mejora en cuanto a tasas de crecimiento y también, dado que ven muchos *cuernos de botella* en las economías un repunte de la inflación, lo que no saben es cuan persistente será. No les gusta el intervencionismo de los Bancos Centrales y Estados en general ya que hasta cierto punto les recuerda a las intervenciones de las economías planificadas (del Este de Europa de antes de la caída del Muro de Berlín) y como fomentan malas prácticas crediticias, exceso de endeudamiento y malas decisiones de asignación de capital.

3.5 Abaco Global Opportunities, con un desempeño de +18.4% en el primer trimestre. Los mejores valores han sido Mohawk Industries y Aryzta, mientras los peores han sido Minas Buenaventura y Ulker Biskuvi (por los problemas de la lira turca). Este trimestre han reducido peso en compañías con un excelente comportamiento en los últimos meses (Atlas Corp, Grupo México, Grupo Aeroportuario del Sureste, Mohawk) y han aumentado el peso en otras que se han quedado atrás como Galp, Ibersol y Burford Capital. Han abierto posiciones nuevas en Renta Variable en Fresenius &Co y en Renta Fija en los bonos de NH Hoteles, CoreCivid y Hoegh LNG.

Para el resto del año siguen previendo una fuerte recuperación económica de la mano de la vacunación masiva y de los estímulos económicos y fiscales de los distintos países. Esta recuperación podrías suponer un aumento de la inflación que provoque una subida de tipos de interés antes de lo previsto. En cualquier caso, este escenario económico beneficia a empresas cíclicas de calidad como las que tienen en cartera, que han podido comprar con gran descuento por ser el mercado muy cortoplacista penalizando así sus cotizaciones.

3.6 BB Biotech ha subido un 13.9%, un 9.9% por apreciación en Bolsa y otro 3% adicional por el dividendo que hemos cobrado. El 18 de marzo se aprobaron las cuentas anuales en Junta General, que incluía el dividendo que hemos cobrado este primer trimestre. Respecto de las vacunas contra el Covid, BB Biotech piensa que es probable que haga falta vacunas de refuerzo todos los años para mantener este virus bajo control.

Durante el trimestre la empresa ha invertido en 2 compañías pequeñas (Essa Pharma y Revolution Medicines) y han vendido en su totalidad (Cidara, Voyager Therapeutics) o parcialmente (Moderna, Neurocrine, Vertex y Halozyme). También han participado en las ampliaciones de capital de Argenx y Molecular Templates.

En cuanto a este año siguen viendo que la pandemia y las estrategias de mitigación de ésta serán clave, también piensan que es probable que el gobierno de EEUU aumente los impuestos a las empresas (les afecta negativamente) y que se pueda ver ciertas medidas de control de precios en su sector.

3.7 TREA Renta Variable Europea, se ha revalorizado un 12.4% el trimestre, los mejores valores han sido Atalaya Mining (+39% en trimestre y aportación de 2,1%), Flatex (+24% // 1.7%) y ASMI(+38% // 1.5%) mientras los peores han sido Valeo (-10%//-0.26%), Grifols(-6.5%//-0.22%) y Prysmian (-4.7%//-0.22%). En cuanto a actividad han vendido algunas posiciones como Atos (ya que les ha dejado de gustar el Outlook del valor), Lundin Mining (por el alza del precio del cobre) y también han limpiado varias posiciones pequeñas que tenían en la cartera para simplificarla. Han aumentado peso en el sector reasegurador (Hannover Re), lujo (LVMH) y hoteles (Accor).

En cuanto a la economía creen que la reapertura es un tema de tiempo, que llegará antes o después. Han visto más que una rotación de value a growth, un catch-up de valores rezagados respecto del mercado. Para la inflación el tema clave es más que nada la recuperación del empleo, si las tasas de paro no bajan, la inflación no será sostenible.

3.8 Protea NAO Sustainable AM, ha crecido un 11.4% basado sobre todo en bancos (Bankinter e ING). La cartera ha cambiado ya que, aunque ven crecimiento en la eficiencia energética, los precios de muchas de empresas relacionadas con esta temática has subido en vertical y se futuro crecimiento ya lo recoge la valoración, por ello han bajado peso en esas empresas (venta total de Bloom Energy, reducción de peso en 2G Energy y SFC).

Por otro lado, han aumentado peso en bancos, en el pasado estaba barato, pero quedaban dudas que despejar: a) consolidación en España e Italia, b) mejora de la estructura de la curva de tipos de manera favorable que dejará de penalizar al margen de intermediación y c) clara mejora del ratio de capital de los bancos que han elegido (ING, Bankinter y Banca Intesa). Adicionalmente han aumentado peso en el sector farmacéutico con Novartis, Roche y Sanofi como principales posiciones.

Para este año el equipo de gestión del fondo espera que los tipos a largo sigan subiendo y superen los niveles de marzo de 2020. En el tema inflación si ven un incremento considerable pero transitorio, la clave será ver cómo reaccionan los salarios a medio plazo.

3.9 Buy&Hold Deuda ha seguido al alza (+2.1%). La duración de la cartera es de 1.65 años, por tanto, las expectativas de inflación no tienen relevancia ninguna. La yield media de la cartera está en el 3.54%. En cuanto a actividad han vendido bonos que pagan menos que los costes del fondo y han invertido en otras empresas nuevas como los bonos de Quabit (comprada por Neinor que ha anunciado la recompra de estos a 104.5, Buy&Hold los compró una semana antes a 100.0) o como pagarés de Aldesa con una rentabilidad del 2% a un año y avalados por el ICO hasta el 70%.

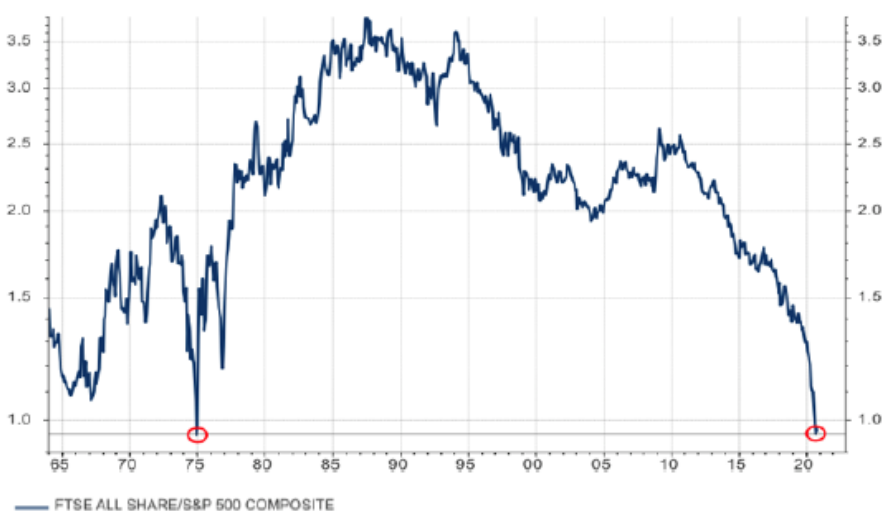
Construir actualmente una cartera de 70 emisores con la duración y la yield actuales es *Misión Imposible*, dadas las circunstancias del mercado.

3.10 Aurora Investment Trust, se ha quedado en tablas ya que todo lo que ha subido en el trimestre (+6.3%) lo ha perdido por la depreciación de la libra esterlina (-6.3%). Las mayores subidas fueron JD Wetherspoon (+22), EasyJet (+18%) y Lloyds Bank (+17%). En cuanto a actividad han vendido la posición de Redrow para concentrarse en Barratt's y en Bellway por cambios regulatorios esperados.

Respecto a las perspectivas futuras, ven la mayor incertidumbre en la inflación futura, si el ahorro obligado y la vuelta a la normalidad se sincronizan en todo el mundo a la vez junto con estímulos económicos que siguen por parte de los gobiernos puede haber un salto inflacionista, los gobiernos probablemente no harán nada si es un efecto extraordinario "one-off", pero si la inflación aparece como persistente si es posible que haya subidas de tipos de interés que incluso podrían ser bastante acusadas.

Aparte que el proceso inversor de Gary Channon y su equipo me encanta, hay que tener en cuenta que el invierte en acciones de Reino Unido que están a mínimos históricos, en general, contra la Bolsa de EEUU como podemos ver en el siguiente gráfico de hace un par de trimestres.

UK shares at record low relative to US²



3.11 Lift Renta Variable Mixta, se ha quedado en tablas. Los mejores valores del trimestre han sido Crimson Wine (que ha aportado +1.36% a la cartera), Teekay LNG Partners (+1.23%) y Bayer (+0.6%), mientras los mayores detractores han sido Cellularline (-0.39%) y Babcock International (-0.3%). Los principales movimientos han sido la venta de los bonos de Aryzta al llegar a su precio objetivo con la venta del negocio de EEUU y la reducción de Proeduca por acercarse a su precio objetivo también. La exposición a renta variable bruta ha aumentado del 67% al 71% y la exposición neta del 14% al 18% (deduciendo las coberturas de cartera). En Renta Fija han disminuido el peso del 23% al 18%.

Siguen posicionados con cautela en Renta Variable, ya que tienen bastantes activos que en caso de repunte de la inflación se deberían comportar bien, como, por ejemplo, Crimson Wine productor de vino premium que cuenta con 306 hectáreas propias en localizaciones extraordinarias como Napa, Oregón, Edna Valley, Sonoma y Washington. En Renta Fija están muy cautos también con una duración media de su cartera de 1.18 años.

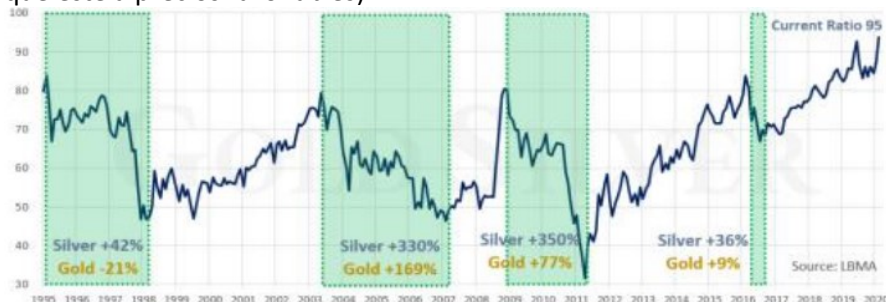
3.11 ETF de plata física Wisdomtree, ha caído un 9.3% en el trimestre (aunque menos para el fondo ya que lo hemos comprado a principios de febrero. Vean Uds. el comentario más extenso bajo inversiones nuevas en el trimestre (el apartado siguiente).

4. Inversiones nuevas en el trimestre

4.1 ETF de plata física de Wisdomtree, dimos entrada a principios de febrero este ETF. La plata tiene unas propiedades físicas y químicas muy deseables, entre ellas: a) es de los mejores conductores de calor y electricidad conocidos por la humanidad; b) es un metal precioso durable, moldeable y poco reactivo; c) es antibacteriano y especialmente útil contra las *superbacterias* de los hospitales y d) es una de las materias primas más utilizadas en joyería. Esto explica una demanda relativamente alta, pero como su valor por onza es muy inferior al del oro, se utiliza mucho menos como almacén de valor que el oro.

Por otro lado, al tener un valor relativamente bajo, no hay exploración minera que busque como objetivo la plata, sino que es un subproducto de la minería de oro, cobre, plomo y zinc. Todas estas actividades mineras llevan más de una década con inversiones famélicas y por tanto la producción anual de estos metales preciosos, incluida la plata, lleva cayendo desde hace una década. No nos olvidemos que la transición verde va necesitar miles de toneladas anuales de plata (unas 1700 toneladas anuales para placas solares y 2000 toneladas actuales para los coches eléctricos y creciendo) mientras que la producción anual actualmente está en 27mil toneladas anuales (y bajando).

Para un inversor el oro (y la plata) suelen funcionar como buena cobertura contra la inflación (cuando la inflación aumenta más rápidamente que los tipos de interés) y en momentos en los que los tipos de interés bajan más rápidamente que la inflación (recesiones). Aquellos inversores que se quieran cubrir de la inflación comprando plata compiten con el uso industrial de este metal. Como el ratio oro/plata está en máximos desde hace casi 3 décadas, en caso de un estallido inflacionista, la plata debería tener un comportamiento excepcionalmente bueno. Esa es la razón por la que ahora mismo estamos posicionados en la plata. A medio-largo plazo, cuando ese ratio se normalice, es probable que volvamos a invertir en oro como cobertura (siempre que esté a precios razonables).



4.2 Lonvia Avenir MidCap Euro:

Lonvia Capital se ha creado el año pasado por Cyrille Carrière y Cyril de Vansay en base a su experiencia anterior en Groupama, el track record a largo plazo de ambos gestores es muy bueno. Este fondo en particular está gestionado por Cyrille Carrière. Su filosofía inversora se basa en identificar modelos económicos empresariales sostenibles y que generen valor en el largo plazo, por ello su cartera está orientada sobre todo a los sectores de tecnología (43%) y salud (25%). Este fondo es de renta variable europea e invierte en empresas de mediana capitalización y con una filosofía más bien growth (recordemos que, para mí, no hay realmente separación entre growth y value, sólo entre inversión inteligente y especulación).

La cartera está bien diversificada al estar invertida en 47 valores; está cotizando a un ratio PER de 36.3x, un P/VC de 5.9x y una rentabilidad por dividendo del 0.5%. Actualmente la inversión está al 95% en renta variable y un 5% en liquidez.

En cuanto a los movimientos trimestrales, los mejores valores han sido Kion (soluciones logísticas, + 19, 1%, por unas perspectivas muy buenas de automatización de logística y carretillas elevadoras), Interroll (sistemas de transporte, clasificación y almacenamiento dinámico, + 14.4%, por unas perspectivas muy positivas para 2021) y Reply (servicios informáticos de nueva generación, +12.3%, por unos buenos resultados). Los

peores valores han sido Diasorin (instrumentos de diagnóstico, -15.8%) y Esker (digitalización de procesos de clientes/proveedores, -7.9%).

En cuanto a la coyuntura macroeconómica no tienen una visión en particular sobre ello, entienden que en principio le queda bastante recorrido a los estímulos monetarios y fiscales este año, eso junto a la reactivación de sectores por las vacunaciones masivas a nivel global deberían dar un año muy positivo para los mercados. En cualquier caso, en caso que ese escenario no se diese por cualquier causa desconocida o no descontada, confían en que su cartera mostraría una resiliencia importante.

Pienso que esta gestora nos brindará una gran consistencia a futuro. Si quieren más información sobre este fondo pueden entrar en su web, <https://www.lonvia.com/es>, o consultar la web de Morningstar: <https://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0000161L2>.

4.3 Avantage Fund:

Este fondo es un proyecto de Juan Gómez Bada, que asesora el fondo desde hace 6 años y tiene más de 15 años de experiencia en el sector financiero.

El fondo tiene una filosofía de inversión que él denomina *Quality Investing*, consiste en seleccionar, en base a un análisis fundamental, empresas de calidad con modelos de negocio excelentes y a precios razonables. Le da mucho peso a la calidad del modelo de negocio y además exige que se cumplan 3 requisitos básicos: a) un fuerte compromiso de la dirección de la empresa con los inversores, b) un modelo de negocio sólido que le permita situarse en ventaja respecto de sus competidores y c) una valoración atractiva comparada con la capacidad de generar resultados. El asesor del fondo incluso ha peleado en prensa (junto a otros inversores como Marc Garrigasait) por pedir una mejora de la opa de Barón de Ley sobre sus minoristas.

Tiene una cartera diversificada con 45 valores, con un 83% de exposición a Renta Variable, un 2% a Renta Fija y un 15% en liquidez. La cartera está a un PER de 15.4x, P/Valor Contable de 1.6x y una rentabilidad por dividendo del 1.8%.

En cuanto a la economía, ve una fuerte recuperación una vez pase la pandemia, lo que debería seguir impulsando las valoraciones en general. Pero no todos los sectores se beneficiarán por igual, ve sobre todo riesgo en: a) empresas que puedan tener un agujero en sus cuentas mayor de lo estimado (turismo, ocio); b) empresa que no alcancen beneficios que sustenten sus valoraciones (software, IT) y c) empresas que hayan visto como se han quedado anticuados sus modelos de negocio y lo que antes eran activos (oficinas, empleados con cierta cualificación) ahora pueden acabar siendo pasivos. Espera que la inflación le afecte positivamente por el aumento de precios de bienes y servicios de las empresas del fondo y, si suben los tipos de interés, la posición corta en bonos alemanes e ingleses a 10 años, que sirve de cobertura para la cartera.

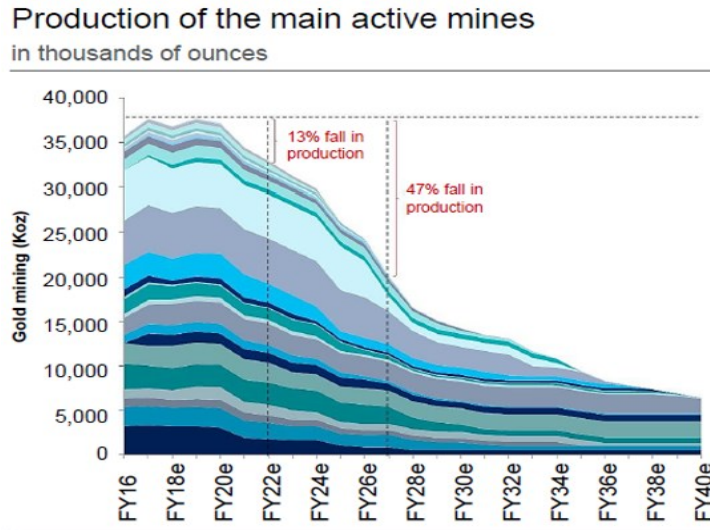
Si quieren más información de esta gestora pueden encontrarla en su página web <https://www.avantagecapital.com/> o en el siguiente link de la empresa Morningstar <https://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000U28B>.

5. Desinversiones en el trimestre

5.1 Lonvia Avenir MidCap Euro: por un tema técnico, no podemos tener este fondo en cartera cuando lo hace mucho mejor que su índice de referencia, pero si lo podemos tener cuando se queda rezagado. En este caso compramos el fondo a principios de enero y lo tuvimos que vender justo un mes después con unos beneficios del 5.5%. Nos gusta mucho el fondo y su estrategia, y lo podremos comprar puntualmente a la baja, como la oportunidad que se nos ha vuelto a abrir a finales de marzo, que hemos podido aprovechar.

5.2 ETF de oro físico de Wisdomtree: nos gusta a largo plazo el oro como cobertura ante la impresión casi ilimitada de dinero fiat por parte de los Bancos Centrales. Pero con el fin del Coronavirus casi a en nuestra mano, he preferido cambiar el oro por plata, ya que la segunda tiene una utilidad industrial adicional, especialmente

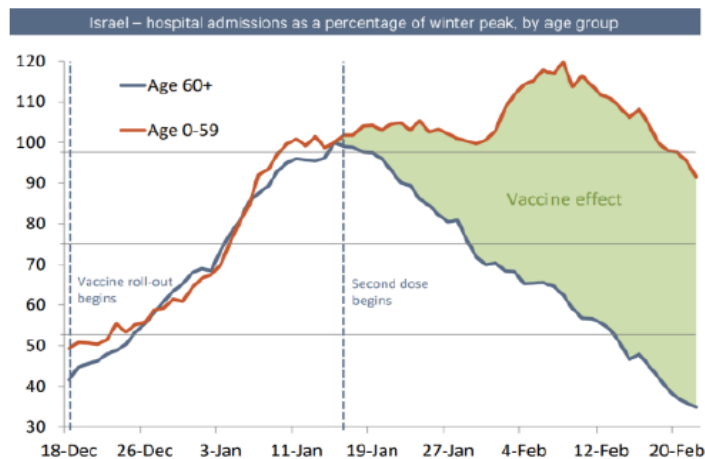
útil para la transición energética a energías renovables (ver el comentario del ETF de plata), pero a largo plazo es probable que volvamos a entrar en oro de una o de otra forma ya que en los últimos años no hemos tenido grandes descubrimientos de yacimientos y los precios bajos del oro no fomentaban la búsqueda de nuevos depósitos. En un futuro próximo, de 2020 a 2022, se espera que la producción de oro caiga un 13% y de aquí al año 2026 en casi un 50% por el agotamiento de las minas existentes (vean el gráfico adjunto).



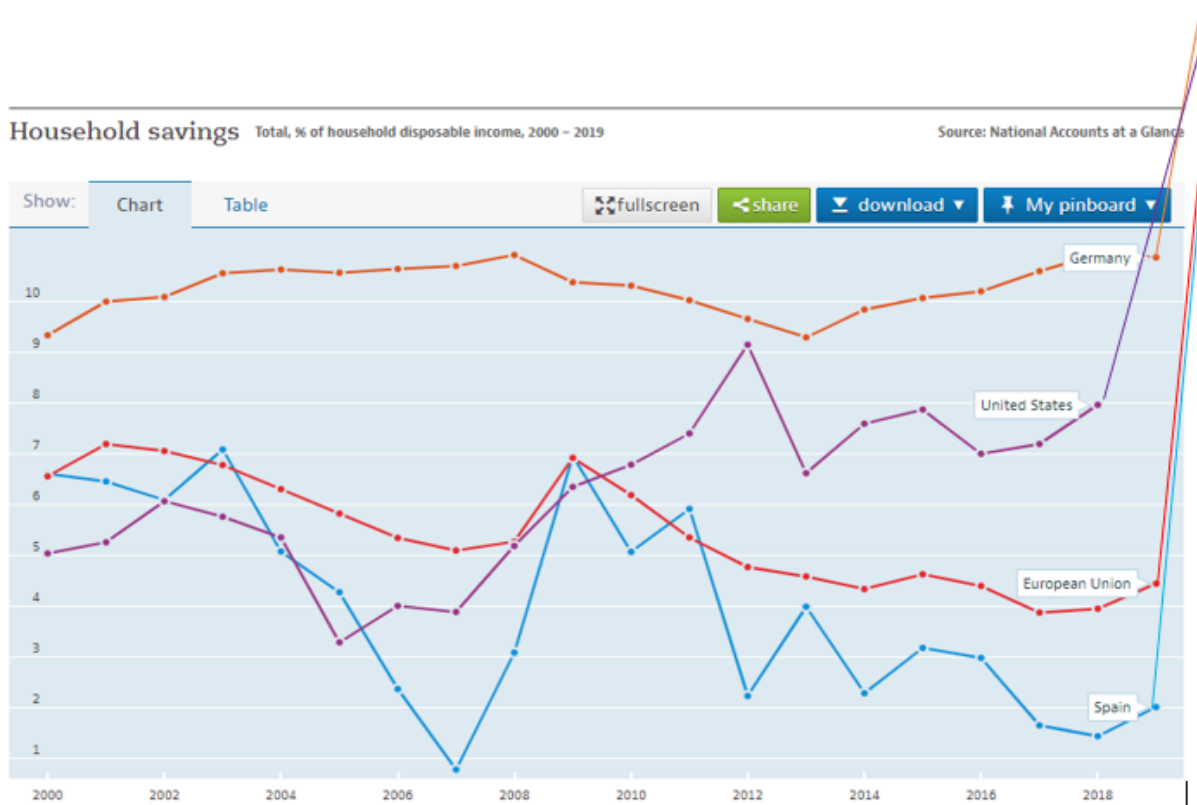
6. Perspectivas económicas

Si miramos a nuestro alrededor, es muy posible que nos sintamos muy pesimistas. Con 2021 recién empezado ya hemos pasado una tercera ola del Covid-19. La vacunación ha ido muy despacio (a 31 de marzo de 2021 llevábamos un 11.2% de la población vacunada) por una combinación de ineficiencias de compras por parte de la UE y por el descontrol existente entre Comunidades Autónomas y Gobierno Central en la administración de las vacunas. Parece bastante obvio que el objetivo de alcanzar el 70% de la población antes de verano es muy improbable y pinta más bien para las Navidades.

Los datos de vacunación de Israel invitan a un gran optimismo para la vuelta a la normalidad cuando lleguemos a la inmunidad de rebaño (estimada en un 70%). Israel debería llegar a esa inmunidad de rebaño en 2 meses aproximadamente. Debajo vemos un gráfico que explica el impacto de las hospitalizaciones a partir de la administración de la segunda dosis; en mayores de 60 años (línea azul) la caída de ingresos hospitalarios ha sido sencillamente espectacular en un mes (los menores de 60 empezaron a ser vacunados posteriormente). Por tanto, estamos al final del túnel, queda un poco, pero ya vemos el final de la crisis sanitaria. Después ya nos encargaremos de la economía.



Macroeconomía: las economías mundiales no van tan mal como la española. China incluso está creciendo y en muchos países las tasas de ahorro de las familias están en máximos de las últimas 2 décadas. Si vemos el gráfico de la tasa de ahorro de las familias desde el año 2000-2019 nos da una idea de donde estábamos, lo que no se ve porque los datos de la OCDE todavía no lo reflejan son las tasas (provisionales) de ahorro de 2020, todas se saldrían del gráfico hacia arriba (las he incluido a mano): en EEUU la tasa se disparó al 16.1%, en Alemania al 16.6%, en la Unión Europea al 14.3% y en España al 14.2%.



Las razones de este salto en la tasa de ahorro de las familias son dobles: a) al estar encerrados en casa y no poder ir de vacaciones, no hay tanto en lo que gastar (sobre todo en experiencias) y b) miedo al futuro económico por la fuerte incertidumbre, por ello el salto en España es espectacular al subir la tasa de ahorro en 12 puntos porcentuales (aun quedando por detrás de Alemania, ese país es mucho más ahorrador en términos generales).

En el momento que la vacunación alcance la suficiente población para llegar a la famosa *herd immunity*, la vida se debería normalizar rápidamente y todos esos ahorros embalsados volverán a ser gastados en la economía.

Mercados financieros: están en una clara encrucijada entre: 1) estímulos y 2) inflación.

Por el lado de los estímulos financieros, la recuperación en V de las Bolsas parece totalmente lógica, los programas de estímulo financiero han sido tremendamente rápidos y más profundos que en la *Gran Crisis Financiera* (GCF) de 2008-09, de hecho, en la GCF, los tipos de interés se bajaron gradualmente un total de 7 veces y en muchas áreas geográficas los estímulos tardaron en llegar. En esta crisis sanitaria global, todos los Bancos Centrales actuaron con mucha celeridad y casi al unísono. En la GCF en la mayoría del mundo las autoridades fiscales estuvieron ejerciendo políticas fiscales austeras, parece ahora que en todo el mundo (excepto España), esto ha cambiado y también se están dando estímulos fiscales. Por esta razón, desde la GCF, los tipos de interés no han hecho más que bajar, ahora que ya están prácticamente a cero, no se pueden bajar más y es el turno de las políticas fiscales. Parece claro también que no habrá retirada de estímulos (*tapering* en inglés) hasta que la inflación no suba consistentemente por encima del 2%.

Por otro lado, está el miedo a la inflación. Con tipos de interés al 0%, los Estados en modo expansivo y el consumidor que puede que vuelva a gastar una vez que pueda volver a salir a hacer vida pseudo-normal; el

miedo realmente es que las inflaciones se desboquen. En el corto plazo, la capacidad productiva sigue ahí y es relativamente fácil reiniciar muchas fábricas para que vuelvan a rendir al máximo; también la desintermediación gracias a la venta directa por internet actúa como fuerza desinflacionaria.

Chart of the week: Rising Commodity Prices - LTM

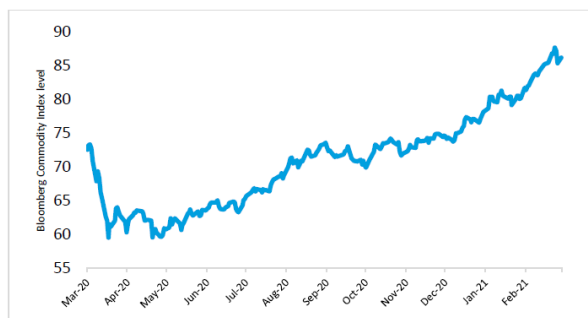
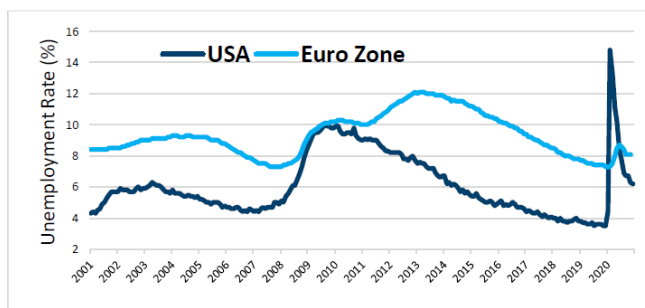
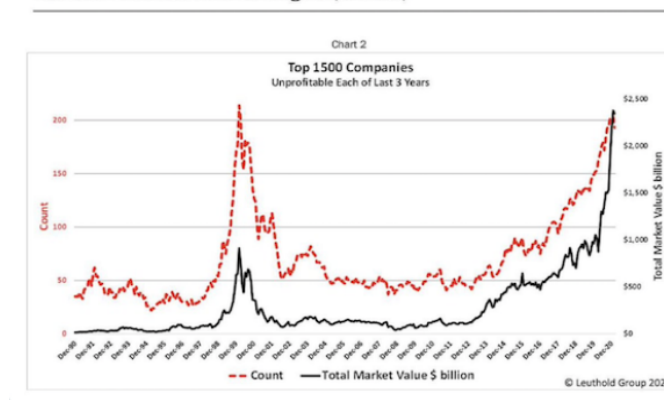


Chart of the week: Unemployment rates, Europe 2001-2021



A medio plazo si es posible que la inflación se pueda disparar (especialmente si la humanidad reedita la locura de los años 20 de hace un siglo), ya que hay señales como los precios de materias primas o el desempleo en EEUU que ya se están tensionando. La única forma de controlar la inflación es subiendo los tipos de interés, retirando las inyecciones de liquidez y eso en general es negativo para las Bolsas, que están en máximos históricos y con una avalancha de salidas a Bolsa y otras señales de euforia, sobre todo en EEUU (podemos ver una señal clara en el gráfico debajo, señala como el mercado está apostando mucho dinero en empresas que no han sido rentables en los últimos 3 años; sobre las 1500 mayores empresas estamos otra vez en 200 empresas no rentables como en la burbuja de internet de 1999-2000, pero eso si con una capitalización de mercado muy superior)

Valuation Extremes: Here Be Dragons (continued)



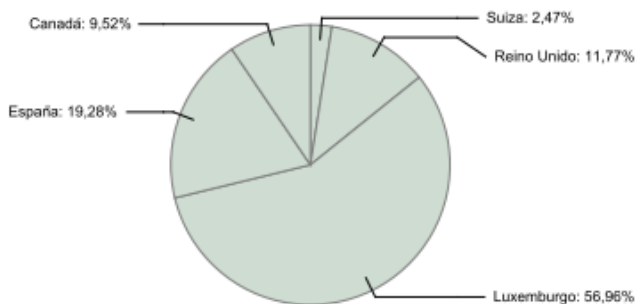
¿Cuál de los 2 bandos deflación-inflación inclinará la balanza a su favor? Ni nosotros (ni nadie) lo sabemos todavía y mucho menos cuando. Lo único que podemos hacer es seguir buscando buenos gestores con buenos procesos de inversión en aquellas áreas que estén más olvidadas por los inversores y, por tanto, donde haya más potencial de revalorización a medio y largo plazo. También buscaremos comprar coberturas de mercado ante fuertes imprevistos, siempre que sean a precios razonables.

7. Varios

Sólo a efectos informativos dejamos una tabla de en qué mercados estamos invertidos, como verán la gran mayoría de activos están en Luxemburgo, seguidos de España (algo menos de un quinto de la cartera) y el resto están entre Reino Unido, Canadá y Suiza. Los fondos con ISIN español además tienen la mayoría de sus activos fuera de España.

RENDA VARIABLE CONTADO Y FONDOS

Pais	Cartera
Luxemburgo	56,96%
España	19,28%
Reino Unido	11,77%
Canadá	9,52%
Suiza	2,47%



Atentamente

Christian Freischütz
Ennos Value EAF, S.L. (#228 CNMV)
Asesor del Fondo de Pensiones Crianza de Valor