

# INFORME DE GESTION 2º TRIMESTRE 2021

## CRIANZA DE VALOR PP

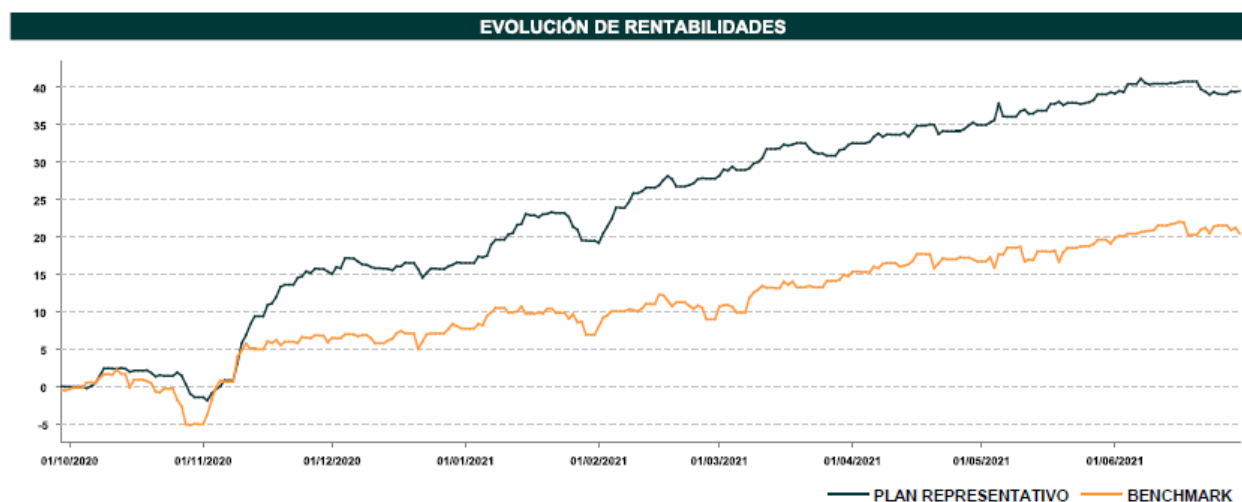
*Be fearful when others are greedy and greedy when others are fearful.*

*Warren Buffett*

### 1. Resumen ejecutivo

El trimestre ha estado marcado por el avance de las vacunaciones acelerado en la mayoría de los países desarrollados y, a la vez, una apertura de las economías parcial para permitir una mayor normalización, sobre todo de cara al verano. Justo esa apertura de las economías está permitiendo que la variante *delta* (de la India), que es mucho más contagiosa, se expanda a mayor velocidad y estamos viendo que en países que han abierto demasiado rápido (Portugal, Inglaterra), se estén tomando medidas para frenar la expansión. La buena noticia es que las vacunas en dosis completa si protegen de esta variante y, aunque los casos positivos vuelven a crecer con fuerza, las hospitalizaciones e ingresos en UCI siguen bastante estables. Es probable que después de verano volvamos a ver restricciones parciales, sobre todo si el Covid vuelve a mutar.

El valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha subido un 5.48% 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).

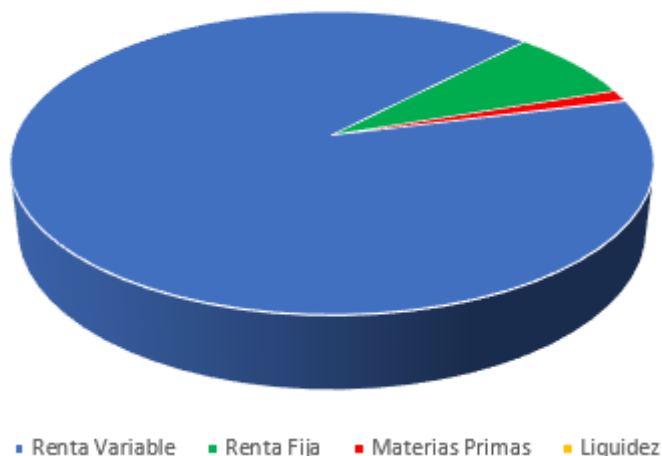


ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD								
	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS
<b>Rentabilidad</b>								
PLAN REPRESENTATIVO	0,13%	5,45%	19,72%	-	19,72%	-	-	-
BENCHMARK	1,12%	4,96%	11,75%	-	11,75%	-	-	-
<b>Volatilidad</b>								
PLAN REPRESENTATIVO	5,00%	6,46%	7,41%	-	7,41%	-	-	-
BENCHMARK	7,74%	9,47%	9,81%	-	9,81%	-	-	-
<b>Ratio de Sharpe</b>								
PLAN REPRESENTATIVO	0,39	3,77	5,99	-	5,99	-	-	-
BENCHMARK	1,98	2,33	2,61	-	2,61	-	-	-

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, P.P

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 91.0%, Renta Fija un 7.7%, Materias Primas un 1.2% y Liquidez un 0,1%.

### Inversiones a 30/06/2021



Pronto, los inversores en el fondo [Crianza de Valor](#) cumpliremos un año de singladura y, como ya avisamos el trimestre pasado, no creemos que podamos seguir revalorizandonos a estos ritmos explosivos en cuanto a valor liquidativo, antes o después vendrán algunos baches, que volverán a abrir nuevas oportunidades de inversión y de creación de valor a largo plazo. Estaré atento a las oportunidades.

## 2. Evolución de la cartera de inversión

El valor de nuestra cartera ha crecido un 5.48% en el trimestre. Los valores de la cartera han rendido como sigue, tengamos en cuenta que todos los componentes de ésta se han revalorizado:

<i>Palm Harbour Capital</i>	+16.48%
<i>Abaco Global Opportunities:</i>	+9.54%
<i>Fairfax India:</i>	+8.05%
<i>Aurora Investment Trust:</i>	+7.67%
<i>Lift RV Mixta:</i>	+6.01%
<i>Trea RV Europea:</i>	+5.86%
<i>BB Biotech:</i>	+5.18%
<i>Avantage Fund</i>	+4.61%
<i>ETF physical silver:</i>	+4.07%
<i>Protea Nao Sust. AM:</i>	+4.04%
<i>Equam Incometric:</i>	+3.89%
<i>La Muza sicav:</i>	+2.90%
<i>Buy&amp;Hold Deuda:</i>	+1.77%
<i>Pareto Nordic Credit:</i>	+0.90%

## 3. Comentario sobre los valores de la cartera

3.1 El mejor valor de la cartera ha sido [Palm Harbour Capital](#) con una revalorización del 16.5% en el trimestre. Los mejores valores han sido Avid Technologies, IGT y Ginebra San Miguel, mientras los peores valores fueron Melco International y H&T Group. En cuanto a actividad, han vendido ASTM por la OPA recibida, Gamesys y el bono híbrido de Aryzta por llegar a sus valoraciones. Por el lado de las reinversiones han comprado Ginebra San Miguel, el mayor [player](#) de bebidas espirituosas en Filipinas que estaba cotizando a valoraciones ridículas y también la japonesa C. Uyemura, productor de químicos especiales para el acabado anticorrosivo de superficies críticas en la industria electrónica, como p.ej. las placas de circuitos impresos.

3.2 La medalla de plata va para el fondo Abaco Global Opportunities con un +9.5% en el período. Los mejores activos han sido International Petroleum, Mohawk Industries, Aryzta y LSL Properties, mientras las peores han sido Minas Buenaventura, Ulker Biskuvi y Qualitas Controladora. En general han estado reduciendo posiciones en aquellos valores de mejor performance, como Grupo Aeroportuario del Sureste, Mohawk, Aryzta y LSL Properties, o donde el riesgo de inestabilidad política ha aumentado mucho, como Minas Buenaventura en Perú. Han aprovechado para comprar aquellas compañías que se han quedado más rezagadas como Galp, Ibersol, Ulker Biskuvi y Prosegur o han abierto posiciones nuevas como Fresenius Medical Care, Litigation Capital Management o Canacol Energy. Así son capaces de mantener el potencial de revalorización de las carteras.

En estas últimas semanas se ha reavivado la incertidumbre acerca de la recuperación económica, sobre todo por el incremento de casos provocados por las nuevas variantes del virus, las cuales, han llevado a la imposición de restricciones en las regiones más afectadas. Sin embargo, las hospitalizaciones apenas se han incrementado, en los países que tienen la mayor parte de su población adulta vacunada, es decir, las vacunas están funcionando y cada día es más el porcentaje de población inmunizada. Por ello, la visión del equipo gestor para los próximos meses del año continúa siendo optimista de cara a una fuerte recuperación económica, la cual se ha producido durante estos primeros meses y que debería continuar en los próximos trimestres, empujada por los importantes estímulos monetarios y la inmunización de la población frente al virus. El fondo Global Opportunities está muy bien posicionado de cara a esta fuerte recuperación, las empresas cíclicas y de calidad en cartera, han conseguido continuar generando valor durante el último año, a pesar del complejo entorno vivido, y son las mejor posicionadas para verse favorecidas en el segundo semestre del año.

3.3 El tercer puesto del podio va para Fairfax India Holdings, que crece un 8.05% en el trimestre, un 7.14% directamente y otro 0.91% gracias a la revalorización del dólar americano. Justo al final del trimestre Fairfax India Holdings ha lanzado una oferta sobre el 7% de sí misma a un precio de entre \$12.50-15.00 por acción por el método de la subasta holandesa inversa. Es un movimiento que considero positivo ya que los gestores creen que el precio de la acción de Fairfax India no refleja su verdadero potencial y así devuelve capital a sus accionistas, reduciendo el número de acciones en circulación. La matriz Fairfax Holdings ha confirmado que no acudirá a esta oferta. Nosotros, tampoco tenemos intención de acudir a la oferta a estos precios.

3.4 Aurora Investment Trust se ha revalorizado un 7.67%, un 6.42% directamente y otro 1.25% gracias a la libra esterlina. Los mejores valores han sido Frasers Group (+31%) y Dignity (+30%), las peores han sido EasyJet (-8.5%) y Barratt Developments (-6.0%). No han tenido demasiada actividad en el fondo este trimestre, sólo han vendido algo en Randall&Quilter ya que el fundador, Ken Randall, se ha ido de la empresa. Lo que si han podido hacer es reemplazar en la Junta General al CEO de Dignity por el CEO Phoenix Asset Management Partners/Aurora Investment Trust, Gary Channon. Han decidido ser mucho más activistas, ya tienen un plan para reestructurar la compañía y están buscando activamente personal operativo nuevo. Podrá llevar tiempo, pero al final seguro que crean mucho valor en Dignity.

3.5 Lift Renta Variable Mixta ha subido un 6% en el trimestre. Los mejores valores de la cartera han sido Crimson Wine, Spice Private Equity, Talgo y Babcock International, los peores han sido FIPP, Cellularline y Ence. El principal movimiento ha sido reducir la posición de Crimson Wine que lleva un 70% de revalorización en el año, los fondos los han reinvertido en otras posiciones que ya tienen en cartera. En cuanto al período estival siguen cautos con una cobertura para el 45% de la cartera de renta variable, aun así, siguen muy positivos en las principales posiciones que tienen en cartera (Talgo, bonos de OHL marzo de 2026, Bayer, Miquel y Costas, Teekay LNG, Spice Private Equity...).

3.6 Trea European Equities aumentó su valor un 5.9% estos últimos meses. Los mejores valores de su cartera han sido FlatexDegiro (+44%), Laboratorios Rovi (+27%) y ASM International (+12.5%), los peores fueron Philips (-12.5%), Valeo (-11.5%) y Trelleborg (-7.4%). Xavier Brun ha aprovechado la volatilidad para rotar su cartera de valores: ha vendido su participación en IAG para dedicarla a Airbus y MTU Aero, ha cambiado los bancos DNB y KBC por ING y Bankinter, redujo Valeo a favor de STMicro (ambos por su exposición al coche eléctrico), vendió todas sus ASML para comprar más Soitec, cambió sus Vivendi por acciones de Bolloré. También ha dado entrada a una small cap italiana dedicada al consumo minorista con un modelo de negocio diferencial, llamada Portobello SpA.

3.7 BB Biotech ha subido un 5.2%. Ha sido un trimestre con poca actividad, vendieron las acciones de Alexion una vez que las autoridades de EEUU dieron el visto bueno a la compra de esta empresa por parte de Astra Zeneca, también han reducido Halozyme al ir alcanzando su precio objetivo. Estos fondos se han reinvertido en Fate Therapeutics, Revolution Medicines, Relay Therapeutics, Essa Pharma y Molecular Templates. Moderna se ha revalorizado tanto, que ahora mismo es la primera posición en la cartera de BB Biotech. En la segunda mitad del año esperan muchas noticias sobre estudios que están haciendo las compañías que tienen en cartera, por tanto, podemos esperar potencialmente un alto nivel de actividad.

3.8 Avantage Fund se ha revalorizado un 4.6%. Los mejores valores de su cartera han sido Atrys Health, Fluidra, Rovi, Logwin y Frasers Group, los peores fueron Ence, Bankinter, Banca Sistema, MTY Foods y Walgreens Boots. El gestor ha incorporado en el trimestre Viscofán, Atrys Health, Renta Corporación y Línea Directa. En cuanto a las perspectivas futuras, están a expensas de la resolución de la OPA de exclusión de Barón de Ley, empresa que ha ofrecido mejorar su OPA de exclusión de €109 a €113 por acción.

3.9 El ETF de plata física ha aumentado su valor en un 4.1%. No ha habido grandes noticias en el mercado de la plata en este trimestre, no hay cambios significativos en las perspectivas para este metal precioso y el fondo no ha variado el peso en cartera de este ETF.

3.10 Protea NAO Sustainable ha crecido un 4% en este período. Los mejores valores del trimestre han sido Inditex, ING, Bankinter y Michelin mientras los peores fueron Atos, SMA Solar y CAF. Los gestores han reducido posiciones en Inditex, por anticipar toda la recuperación económica y en Cap Gemini por llegar a su precio objetivo. Han invertido en Roche, Novartis y en la salmonera Mowi. Vuelven a mirar el tema de eficiencia energética para invertir en acciones que ya conocen bien y, además, creen que las grandes farmacéuticas se han quedado muy rezagadas respecto del mercado en general.

3.11 Equam Incometric se revalorizó un 3.9% en el trimestre. Los mejores valores han sido Rieter (+42.6%), Hunter Douglas (+36.9%) y Sesa (+35.3%), mientras los peores han sido KLX Energy (-40.4%), TGS Nopec (-19.4%) y Origin Enterprises (-15.5%). En cuanto a la actividad, durante el 2º trimestre han terminado de vender Cerved por una OPA y terminaron vendiendo Hunter Douglas cuyo accionista de control había lanzado una opa a un precio muy bajo y, aun así, la tuvo que retirar por no tener éxito, Equam ha vendido para no quedarse de minoritario con un socio que está poco alineado con ellos. A cambio, han incorporado la austríaca Do&Co, activa en el catering aeronáutico, la noruega Sonans Holdins AS en el sector educativo y en la alemana All for One que se dedica a la implementación de productos ERP de SAP.

3.12 La Muza ha subido un 2.9%. Los mejores valores han sido IPCO, Maire Tecnimont, Befesa y Danieli, mientras los peores han sido Qualitas, Ence, Dufry, Tubacex y Atalaya Mining. El movimiento más importante del trimestre fue el vencimiento de una call sobre 2 millones de acciones de Repsol con lo que bajo el peso de cartera del 13% al 7%, ahora tienen una exposición vía futuros con vencimiento septiembre; los gestores siguen pensando que va a ser un buen año en términos operativos para la empresa y que deberían subir las estimaciones de Ebitda de 5.8bn a 6.5bn, lo que se traduciría en un FCF de 2.5bn equivalente a un 17% de Equity FCF yield. En el trimestre han dado entrada a Alantra, Katek y HGears, las últimas 2 en sendas ofertas primarias, mientras que sólo han vendido las CIE que tenían porque era una posición residual.

De cara a esta segunda parte del año nada siguen razonablemente optimistas para el estilo de inversión Value, ya que el este ajuste de *Growth* a *Value* debería seguir durante más trimestres, máxime si sigue habiendo inflación como de hecho pensamos va a ocurrir. Lo que más les preocupa en estos momentos, es la posibilidad de que se dé un “sobrecalentamiento” de la economía por el hecho de que la recuperación económica sea más rápida y fuerte de lo que la gente está estimando una vez este la pandemia (asumiendo que la vacunación en Europa estará prácticamente finalizada a finales del 2021). Esto se une a unos planes de expansión monetaria muy fuertes en casi todas las economías desarrolladas con lo que podría confluir un cuádruple efecto: rebote de la economía, tipos muy bajos, mucha liquidez en el sistema e inflación relativamente alta.

3.13 Buy&Hold Deuda ha visto aumentar su valor un 1.8%. El mejor comportamiento ha venido de los bonos de Grenke, Cajamar y Abanca, los peores de Sidecu y Haya Real Estate. Durante el trimestre les han recomprado bastantes bonos de emisores como Antolin, Gestamp y Quabit. Lo que ha hecho Rafael Valera es ir saliendo de aquellos bonos que tienen poco potencial alcista y buscar otros con mayor potencial. Han invertido en algunos emisores nuevos como Burford, Maison du Monde, pagarés de Barceló y pagarés de Aldesa con garantía del ICO. Esta cartera ahora mismo tiene una yield del 3.34% con una duración de 1.49 años, por tanto, este año debería dar un 1.5% adicional y el año que viene un 3%.

3.14 Pareto Nordic Credit ha crecido un 0.9% en el trimestre, comportándose exactamente como lo esperado. Los gestores han reducido algo la exposición a High Yields del 51% al 45% y han subido la exposición a deuda senior del sector financiero del 5% al 13%. Ven que con las economías mejorando, buenos resultados empresariales y un fuerte apetito por tomar más riesgo por parte de los inversores, los spreads de crédito han caído en esta 1ª mitad del año, a corto plazo no ven cambios en este sentido. Los únicos nubarrones en el horizonte son potenciales mutaciones del virus que lleven a una ola de contagios incontrolada y posibles conflictos geopolíticos.

#### **4. Inversiones nuevas en el trimestre**

4.1 Pareto Nordic Cross Credit, ha entrado en la cartera a principios de mayo de 2021. Es una cartera de deuda corporativa de los países nórdicos (Suecia, Noruega, Dinamarca y Finlandia), que invierte parcialmente en deuda *Investment Grade* y parte en *High Yield*. La gestora Pareto Asset Management la llevo siguiendo al menos una década y siempre ha sido muy consistente en cuanto a todos los procesos, además, al ser nórdicos tienen los criterios ESG *de serie*.

La cartera está compuesta por unos 100 emisores de la región escandinava, en su mayoría (excepto las empresas finlandesas) emiten a tipos de interés variable con reajustes trimestrales, por tanto, el 92% de la cartera aumentaría sus cupones en caso de aumentos de los tipos de interés. La cartera tiene una duración de 0.2 años y está consiguiendo una rentabilidad aproximada del 2% anual.

El proceso inversor es consistente, con el foco sobre todo en evitar riesgos innecesarios; para ello están desarrollando una base de datos de emisores nórdicos propia. Los gestores están bien alineados con inversores como nosotros.

#### **5. Desinversiones en el trimestre**

5.1 Lonvia Avenir MidCap Euro: pudimos comprar el fondo otra vez a mediados de marzo y lo vendimos por temas técnicos a principios de abril, en los 20 días que estuvo en cartera nos dio una rentabilidad neta del 2.8%. Sigo a la espera de bajadas relativas a su índice para poder volver a abrir posiciones en un fondo que es muy interesante para invertir en el largo plazo.

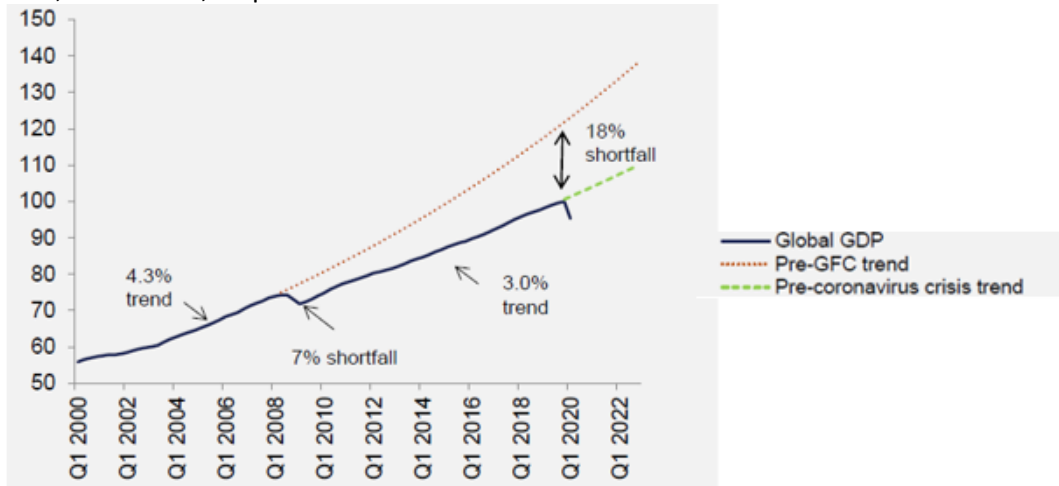
5.2 Fairfax India (desinversión parcial): al ver el brutal impacto de la nueva cepa india en cuanto a número de contagios (<https://cnnespanol.cnn.com/2021/05/03/variante-covid-19-india-orix/>) y dada la delicada situación médica del país, en donde muchas ONG's siguen pidiendo ayuda para conseguir oxígeno para los hospitales, creo que el país necesitará de un cierre masivo en el corto plazo que provocará una parada económica importante. Por precaución he tomado beneficios en un tercio de la posición, a la que le hemos sacado una rentabilidad neta del 30.6% en 6 meses aproximadamente. Si las medidas sanitarias tomadas son adecuadas, e idealmente, la acción vuelve a caer (cosa que todavía no ha sucedido, eso sí, ha dejado de subir), sería una buena oportunidad de volver a comprar ya que a largo plazo la India sigue siendo un gran subcontinente en el que invertir a largo plazo.

#### **6. Perspectivas económicas y de mercados**

La frase de Warren Buffett citada al principio del todo de la carta trimestral es bastante indicativa de como en la vida hay que llevar inteligentemente la contraria a los mercados.

## 6.1 La economía

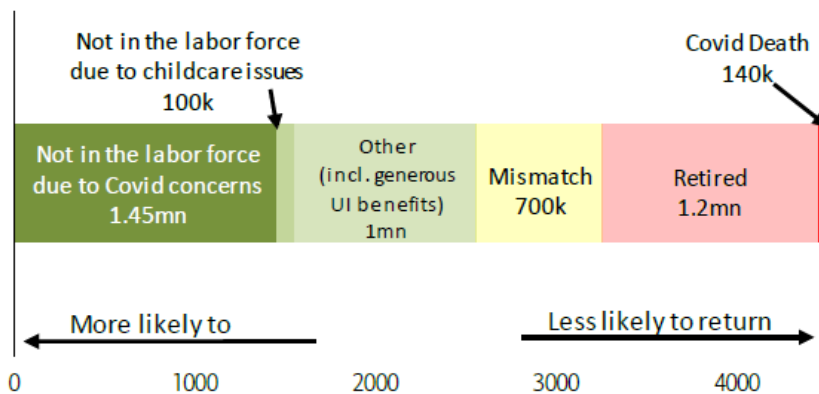
El tema principal en la economía es la llegada de la inflación y si esta será transitoria o persistente, en este segundo caso implicaría que harían falta subidas de tipos de interés para enfriar la economía y que no se sobrecaliente. Lo que por ahora parece claro es que, al reabrir las economías, el crecimiento potencial que no se dio, se tiene que recuperar (gráfico siguiente). Actualmente ya hay un diferencial de crecimiento mundial que no se ha recuperado desde la Gran Crisis Financiera, probablemente por el abuso de la deuda en los años anteriores para estimular el crecimiento. En la actualidad estamos por debajo del crecimiento potencial del 3% a nivel mundial, línea verde, al que deberíamos tender a volver.



El problema para volver a esas tasas de crecimiento es que el mundo estaba funcionando con un sistema logístico global integrado muy eficiente pero poco resiliente, muy *just-in-time*. El Covid ha supuesto la disrupción y rotura de este modelo global y el mundo tendrá que empezar a pensar en diversificar las cadenas de suministro y también aumentar los inventarios para mejorar la seguridad de producción, obviamente todo eso tiene un coste adicional que los consumidores tendrán que pagar.

En EEUU, la economía más ágil de las grandes economías mundiales, el Covid ha supuesto que una parte de los 160 millones de fuerza laboral del país no han regresado, un estudio lo estima en 4.6 millones de personas. No parece mucho, un 2.9%, pero es lo suficiente para provocar que los sueldos en ese país estén subiendo, en

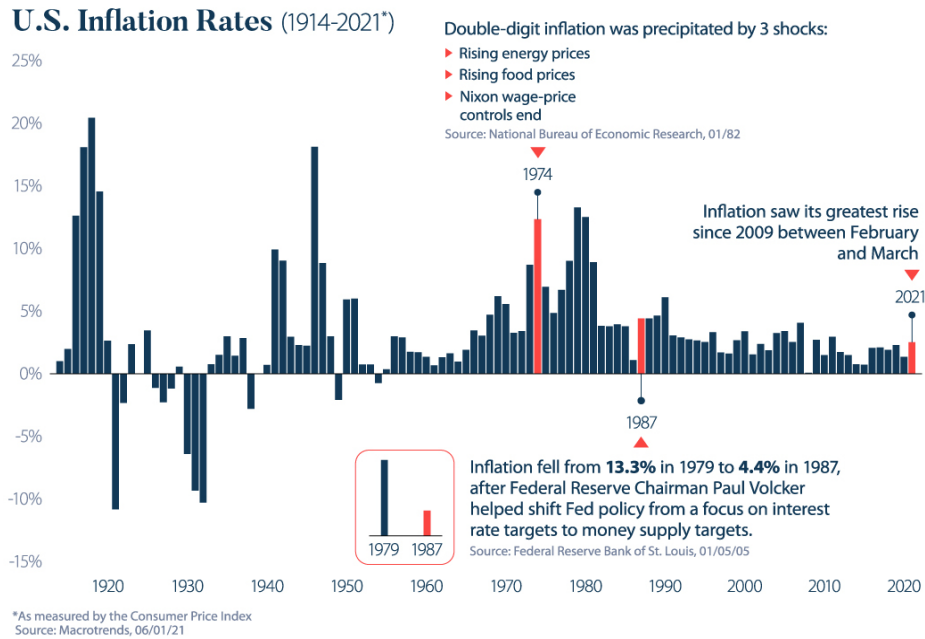
**Exhibit 13: Labor force gap due to the pandemic (in thousands)**  
We estimate that roughly 4.6 million workers are missing from the labor force due to the pandemic



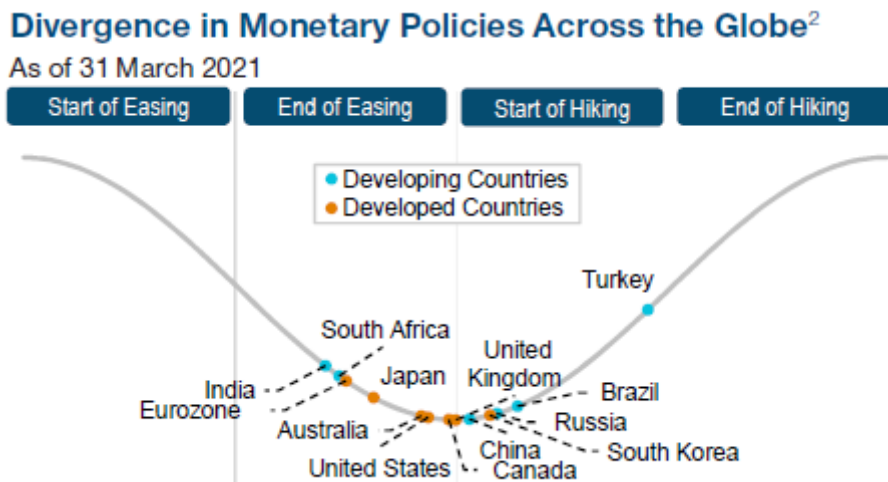
Source: Bureau of Labor Statistics, CPS extract

labores básicas, p.ej. limpieza en restauración rápida están pagando 20 \$/hora y además pagando 1000\$ adicionales para que la gente se cambie de trabajo. Eso provocará que un millón y medio de trabajadores vuelvan al mercado laboral, pero sigue habiendo otros que no volverán. La clave en ese país es si los salarios crecerán por encima del 10% o no, nivel por encima del que se estima que, si afectará a la inflación general.

Les dejo un gráfico histórico sobre la inflación en EEUU para que puedan Uds. mismos ver la evolución del IPC en este país en los últimos ciento siete años.



Europa por otro lado sigue estas mismas tendencias, pero con cierto retraso temporal, el siguiente gráfico muestra en donde se encuentran los principales países en cuanto a su ciclo económico. Como podemos ver la Eurozona va bastante por detrás de EEUU y España iría con un retraso adicional. Si hubiese nuevas cepas no cubiertas por las vacunas actuales, se frenaría el crecimiento económico y probablemente se frenase parcialmente la inflación y por tanto las subidas de tipos de interés.



## 6.2 Mercados financieros

Un dato interesante sobre los tipos de interés es que los gurús financieros no son muy buenos pronosticando los movimientos aquellos. En el gráfico inferior vemos como desde 1982 (unos 40 años de historia), los analistas han acertado la dirección de los tipos de interés en un 36.5% y han fallado la diferencia, resumiendo que casi dos de cada tres veces fallan. Por tanto, lo que diga el consenso, no nos debe preocupar mucho. Mejor sigamos nuestro sentido común.

Six Month Average Forecasted Direction vs. Actual Direction of Interest Rates											
Date	Forecast	Actual	Result	Date	Forecast	Actual	Result	Date	Forecast	Actual	Result
12/82	▼	▼	Right	6/93	▲	▼	Wrong	6/04	▲	▲	Right
6/83	▼	▲	Wrong	12/93	▲	▼	Wrong	12/04	▲	▼	Wrong
12/83	▼	▲	Wrong	6/94	▼	▲	Wrong	6/05	▲	▼	Wrong
6/84	▼	▲	Wrong	12/94	▼	▲	Wrong	12/05	▲	▲	Right
12/84	▲	▼	Wrong	6/95	▲	▼	Wrong	6/06	▲	▲	Right
6/85	▲	▼	Wrong	12/95	▼	▼	Right	12/06	▲	▼	Wrong
12/85	▲	▼	Wrong	6/96	▲	▲	Right	6/07	▼	▲	Wrong
6/86	▲	▼	Wrong	12/96	▼	▼	Right	12/07	▲	▼	Wrong
12/86	▲	▲	Right	6/97	▼	▲	Wrong	6/08	▲	▼	Wrong
6/87	▼	▲	Wrong	12/97	▲	▼	Wrong	12/08	▲	▼	Wrong
12/87	▼	▲	Wrong	6/98	▲	▼	Wrong	6/09	▲	▲	Right
6/88	▼	▼	Right	12/98	▲	▼	Wrong	12/09	▲	▲	Right
12/88	▲	▲	Right	6/99	▼	▲	Wrong	6/10	▲	▼	Wrong
6/89	▲	▼	Wrong	12/99	▼	▲	Wrong	12/10	▲	▲	Right
12/89	▲	▼	Wrong	6/00	▼	▼	Right	6/11	▼	▼	Right
6/90	▼	▲	Wrong	12/00	▲	▼	Wrong	12/11	▲	▼	Wrong
12/90	▼	▼	Right	6/01	▼	▲	Wrong	6/12	▲	▼	Wrong
6/91	▼	▲	Wrong	12/01	▼	▼	Right	12/12	▲	▲	Right
12/91	▼	▼	Right	6/02*	▲	▲	Right	6/13	▲	▲	Right
6/92	▼	▲	Wrong	12/02	▲	▼	Wrong	12/13	▼	▲	Wrong
12/92	▼	▼	Right	6/03	▲	▼	Wrong				
				12/03	▲	▲	Right				

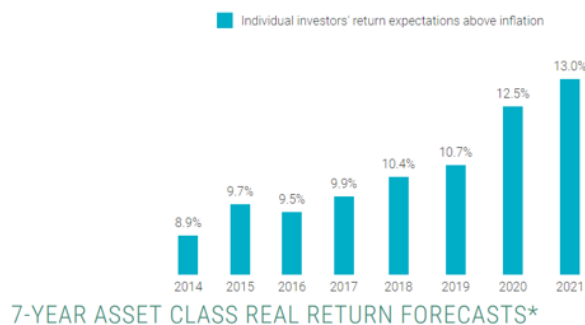
Source: Legg Mason and The Wall Street Journal Survey of Economists. This is a semi-annual survey by The Wall Street Journal last updated December 31, 2013.  
 \*Benchmark changed from 30 Year Treasury to 10 Year Treasury. Past performance is not a guarantee of future results.

El factor que ahora mismo más me preocupa es el tema de las **EXPECTATIVAS**, según una encuesta anual que hace la gestora Natixis a nivel mundial entre inversores profesionales e inversores minoristas, los segundos están esperando retornos en Bolsa muy por encima de lo que esperan los profesionales de la inversión (a nivel global los minoristas esperan un 14.5% vs un 5.3% de lo que esperan los profesionales), y, es más, estas expectativas no hacen más que aumentar con lo que han subido las Bolsas. En el gráfico inferior muestro el retorno esperado a 7 años de GMO, la metodología es diferente, pero valdría como una visión alternativa.

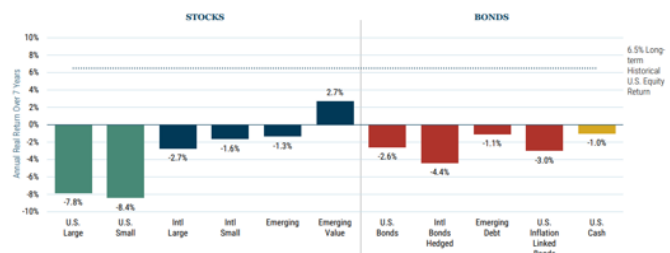
Investors expect higher returns than financial professionals say are realistic



Year over year, return expectations continue to rise



As of May 31, 2021

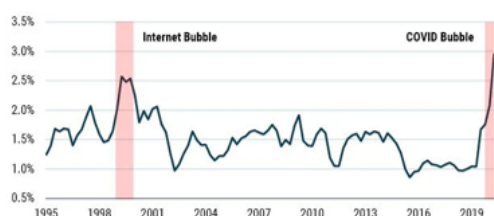




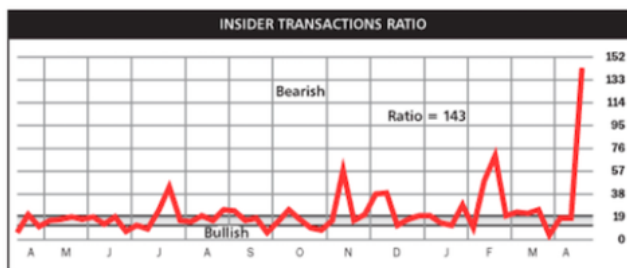
Si hablamos en los términos que acuñaron William Sharpe y André Perold (*concauidad* y *convexidad*), la convexidad de una estrategia es comprar un activo cuanto más sube ese activo, mientras que una estrategia es cóncava cuando compramos más de un activo cuanto más baja de precio. Con los gráficos anteriores estamos claramente viendo que el mercado (excepto quizás en los últimos pocos meses) ha sido cada vez más convexo en la última década y pico, por tanto, cualquier estrategia cóncava (p.ej. la inversión *Value*), añade protección a la cartera.

Además, vemos que los inversores que sí saben de las empresas, los llamados *insiders*, y las empresas mismas están vendiendo sus acciones a ritmos acelerados y emitiendo acciones nuevas a estos precios que estiman que deben ser buenas gangas (para ampliar capital).

EXHIBIT 2: U.S. EQUITY ISSUANCE AS PERCENT OF U.S. GDP



Data as of 3/31/2021 | Source: Goldman Sachs



Ratio of Insiders Sales to Buys. Readings under 12:1 are Bullish. Those over 20:1 are Bearish. The total top 20 sales and buys are 566,388,349 and 3,957,406 respectively; Source: Thomson Reuters

Para terminar este argumentario, si vemos la cantidad de dinero que ha entrado en Bolsa en la primera mitad del año y la anualizamos, sería mayor que la entrada de dinero en Bolsa en los 20 años anteriores, una gran parte puede deberse al dinero que imprimen los Bancos Centrales y que ha acabado en los mercados financieros, pero otra parte importante parece especulativa.



Resumiendo, creo que hay demasiados inversores en el mercado con expectativas alejadas de la realidad, los que inversores mejor informados están aprovechando para vender, además justo en el momento que viene un mes con bajos volúmenes de negociación... **todo esto invita a la precaución en el corto plazo.**

Nuestra cartera está bien posicionada a **largo plazo**, ya que está invertida en fondos de autor con procesos de inversión robustos (*cóncavos*), además están invertidos en las partes más olvidadas de los mercados, estando menos sobrecomparadas, y por tanto el potencial sigue siendo muy grande. Añadiendo a esto, también tenemos algunas posiciones defensivas en la cartera como p.ej. los fondos de Pareto Nordic Credit y Buy&Hold Deuda o el ETF de plata, que deberían de ayudarnos a sobrellevar potenciales sustos este verano.

**FELIZ DESCANSO VERANIEGO**

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