

EVALUACIÓN DE RESULTADOS DE 2021
ESTIMACIONES 2022 PROYECCIONES 2022-2026

5 de enero de 2022

documento interactivo pinchar en el logo para ir y volver, al inicio

	Página
<u>Inicio</u>	
<u>Objetivo</u>	2
<u>Metodología</u>	2
<u>Visión global</u>	
Somos Refugio	10
¿Qué hacer?	19
Las vacunas en los mercados financieros.	25
Comportamiento de las inversiones alternativas	26
Análisis gráfico de las referencias mixtas	28
Criptomonedas	30
Materias Primas y otros	32
<u>Fichas Técnicas de las carteras perfiladas</u>	33
<u>Comité de Inversión inicial</u>	35
<u>Compromiso Social</u>	36
<u>Resumen Evaluación y resultados</u>	39
<u>Estrategia GROWTH</u>	40
<u>Estrategia FLEXIBLE</u>	42
<u>Estrategia INCOME</u>	44
<u>Estrategia BOND FOCUS</u>	46

Fuentes y Agradecimientos;; <http://www.ine.es/>; <http://www.euribor.org/>;
www.tar-six.com, <https://www.federalreserve.gov/>, <https://fred.stlouisfed.org/>,
<https://www.ecb.europa.eu/>, <https://www.bde.es/><http://elbuscondelvino.blogspot.com/>,
Bloomberg; MorningStar; Ibbotson Associates, Máster en Banca y Finanzas Cuantitativas, UPV/EHU,

OBJETIVOS

- Desvelar el horizonte de una evolución posible de las ESTRATEGIAS CUANTITATIVAS en 2021, en el marco de proyección del próximo quinquenio.
- Identificar la *ventana* constituida por los mínimos extremos y los máximos razonables, en base a la volatilidad de los imprevisibles mercados financieros.
- Establecer una zona amplia en la que habrían de desenvolverse los comportamientos del futuro más inmediato.
- Utilizando las valoraciones con series a partir de 1990 ofrecidas por MorningStar Direct, proyectar para los próximos años la evolución previsible de los mercados de referencia.

METODOLOGÍA

La presente explicación va dirigida fundamentalmente a los profesionales que necesitan conocer el proceso de proyección de series temporales. Ofrecemos orientaciones sobre nuestros procedimientos, alejándonos lo más posible del azar, un factor este que, sin duda, tiene una gran importancia en los mercados de referencia.

Cualquier ejercicio de Stress Testing debe ser realizado considerando diferentes escenarios, tanto posibles como imposibles, de los mercados de referencia (benchmark). A partir de sus resultados, probablemente caóticos, impredecibles, los gestores deben ser capaces de determinar -y comprometerse a un comportamiento específico, en base a los estilos de gestión de cada uno de ellos y de sus competencias.

Cuando los gestores nos planteamos la realización de estimaciones, normalmente bajo la presión de los inversores, no podemos utilizar demasiados escenarios hipotéticos. Nos vemos llevados a utilizar forzosamente los niveles máximos y mínimos que se nos presentan como razonables. Con ellos obtenemos respuestas a las horquillas empleadas en la definición de los objetivos de cada Estrategia. Miles de estudios realizados en esta materia nos permiten trabajar con la confianza que aportan unas estadísticas que arrojan índices de probabilidad del 95% para los activos de mayor volatilidad y del 99% para la Renta Fija básica. Esas diferencias son las que explican que resulte imposible efectuar predicciones exactas, y que los resultados finales se separen de la realidad, pero dentro de lo previsto.

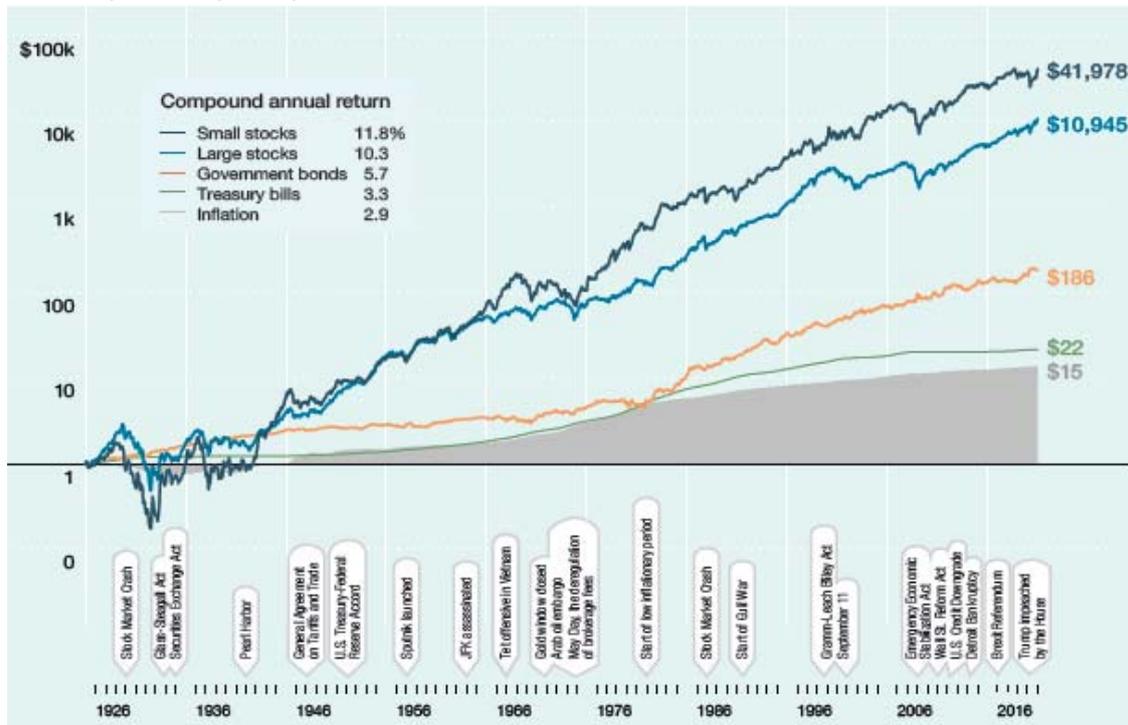
Nuestras proyecciones están basadas en los rendimientos, la volatilidad y el riesgo esperado para cada modelo. Usamos herramientas basadas en la TIR (Tasa Interna de Rentabilidad) de las diferentes series. El resultado debe ser coherente en el corto, medio y largo plazo y, por ende y de manera independiente, serlo también con respecto al comportamiento de los mercados de referencia. La proyección de dichos mercados la ejecutaremos con los referidos porcentuales: probabilidad del 95% de beneficio o pérdida en los 12 próximos meses (99% en el caso de la Renta Fija) y evolución posterior con respecto a la rentabilidad promedio y/o mediana de la serie. Asumiremos la capacidad de superar dichos registros. Asimilaremos también esas proyecciones coherentes a series estadísticas anteriores, comparando lo ocurrido con lo esperable.

Definición de mercados financieros – Benchmark, estándares

Estamos tan acostumbrados a que, en los mercados financieros, lo que considerábamos imposible termine siendo normal, que hemos asumido que conceptos aparentemente determinantes como la evidencia, la anticipación de los resultados económicos y las habituales razones macroeconómicas resulten insuficientes para definirlos. Sin embargo, no podemos admitir que debamos caminar a ciegas en este bosque y el criterio predominante y generalmente aceptado es que las series norteamericanas, como las comentadas al inicio de esta exposición, sirven de base estándar para los análisis de los que hablamos. Así lo admiten, además, los mejores científicos financieros.

Ibbotson® SBBI®

Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926–2020



Es tradicional considerar correlacionados a los mercados americano y europeo y el impacto de la divisa es un elemento que genera descorrelación y su comportamiento caótico está desde el año 2000 en el entorno de 100 pb anuales en contra del euro, 155 pb anuales desde 1971, curiosamente desde 1990 un comportamiento favorable al euro de 25 pb y en esta última década también favorable en 160 pb aproximadamente.

Actualizamos la tabla de equivalencia por periodos:

	Small Stocks	Large Stocks	Long -Term Government Bonds	U.S. Treasury Bills
1925 - 2021 USD	12.1%	10.5%	5.5%	3.3%
1925 - 1970 USD	10.9%	9.6%	2.8%	2.0%
1971 - 2021 USD	13.1%	11.2%	7.9%	4.4%
1971 - 2021 EUR	11.6%	9.7%	6.5%	3.1%
1990 - 2021 USD	13.0%	11.2%	7.6%	2.4%
1990 - 2021 EUR	13.5%	11.7%	8.1%	2.9%
2000 - 2021 USD	10.2%	7.5%	7.0%	1.5%
2000 - 2021 EUR	9.5%	6.9%	6.4%	0.9%
2010 – 2021 USD	13.5%	15.2%	6.4%	0.5%
2010 – 2021 EUR	15.7%	17.4%	8.4%	2.4%

Consideramos cuatro tipos de carteras mixtas:

	Small Stocks	Large Stocks	Long -Term Government Bonds	U.S. Treasury Bills
CRECIMIENTO	25%	60%	5%	10%
MODERADA	15%	40%	10%	35%
PRUDENTE	5%	25%	25%	45%
CONSERVADORA		5%	45%	50%

El efecto de una gestión dinámica

Los “maquillajes” de carteras explican que los análisis efectuados a cierre de trimestre, o de año, arrojen resultados “más amables” que los que las mismas carteras ofrecerían si fueran utilizados otros periodos de tiempo. Reconocemos que esta realidad podría afectar a nuestras observaciones, debido a la representación de valores extremos o inusuales.

Para evitar este “ruido” falseador de la realidad, practicamos desde el año 2000 un seguimiento semanal y mensual exhaustivo de diferentes carteras dinámicas que nos permite, además de neutralizar cualquier sospecha de manipulación, ampliar considerablemente la transparencia. Replicamos, sin optimizar, un backtesting desde 1990, cuyos resultados obtenidos son los siguientes:

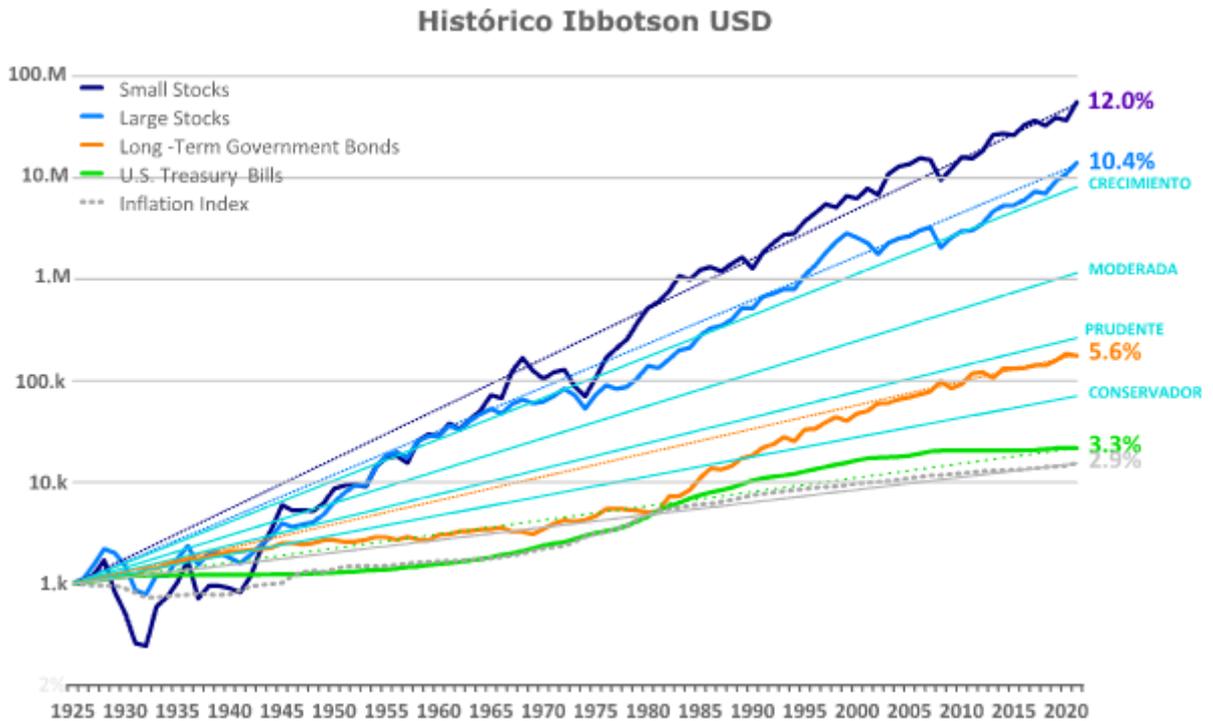
CRECIMIENTO	11.1%	ESTRATEGIA RV1	10.1%
MODERADA	8.5%	ESTRATEGIA RVM5	8.5%
PRUDENTE	6.9%	ESTRATEGIA RVM2	6.5%
CONSERVADORA	5.6%	ESTRATEGIA RF2	5.1%

Fuente: Ibbotson Estudio Resumen

Resultados Ibbotson desde año 2000	
CRECIMIENTO	7.0%
MODERADA	5.2%
PRUDENTE	4.4%
CONSERVADORA	3.9%

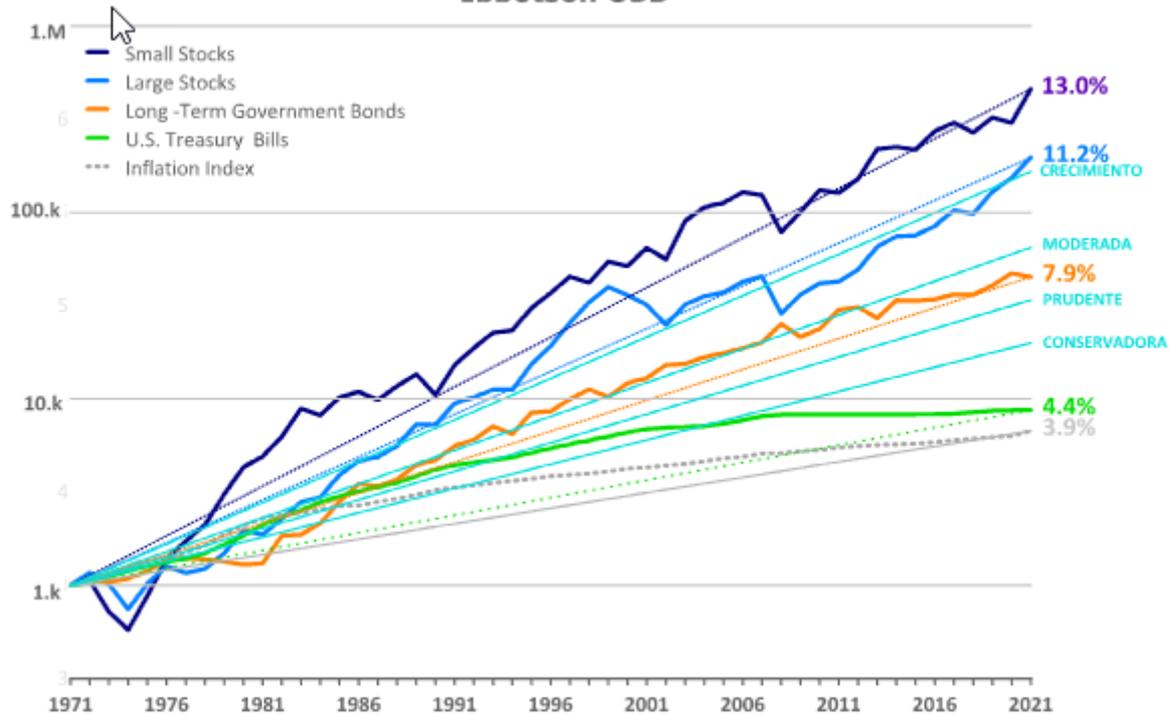
Resultados Ibbotson desde año 2010	
CRECIMIENTO	15.1%
MODERADA	11.2%
PRUDENTE	8.7%
CONSERVADORA	6.4%

Fuente: Ibbotson EstudioResumen

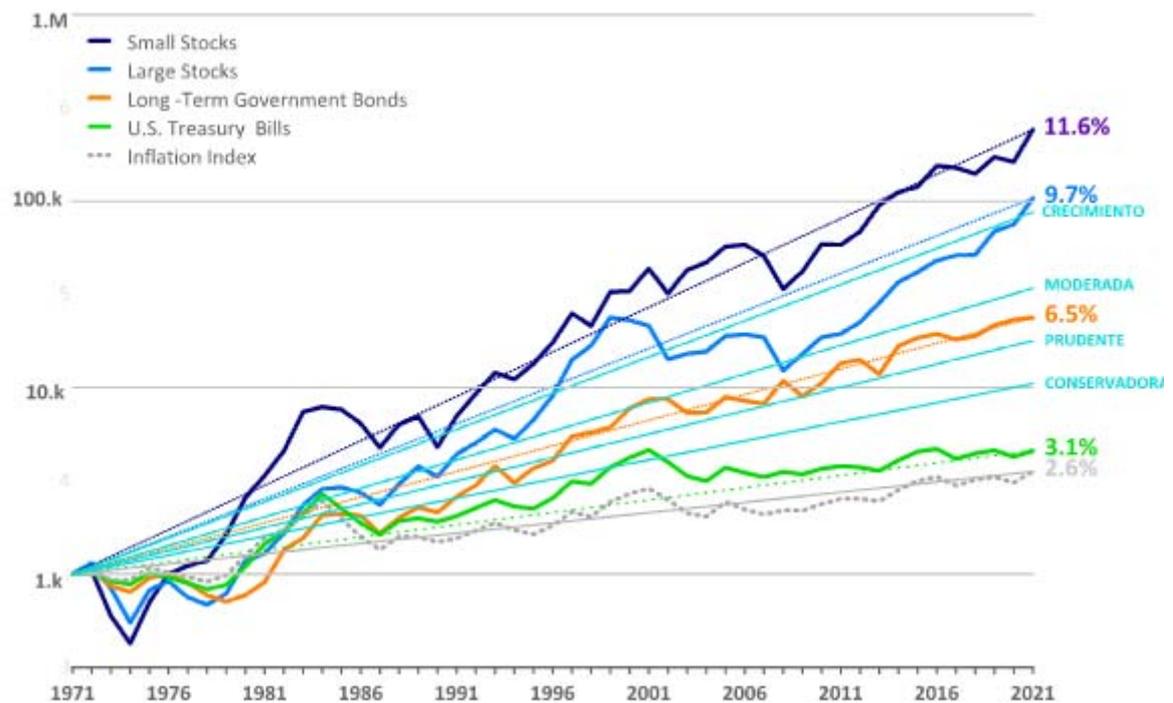


La visión de Ibbotson nos ayudará a calcular objetivos y racionalizarlos en el tiempo compaginándolos con los costes para obtenerlos superando la dificultad del efecto divisa.

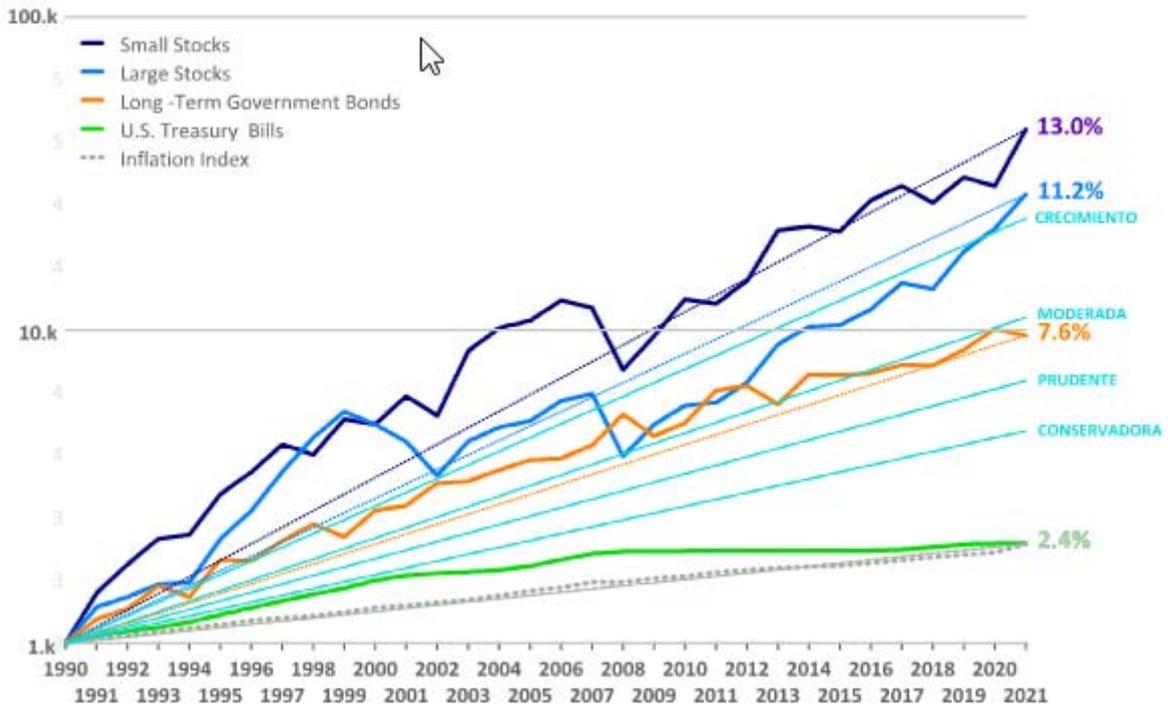
Ibbotson USD



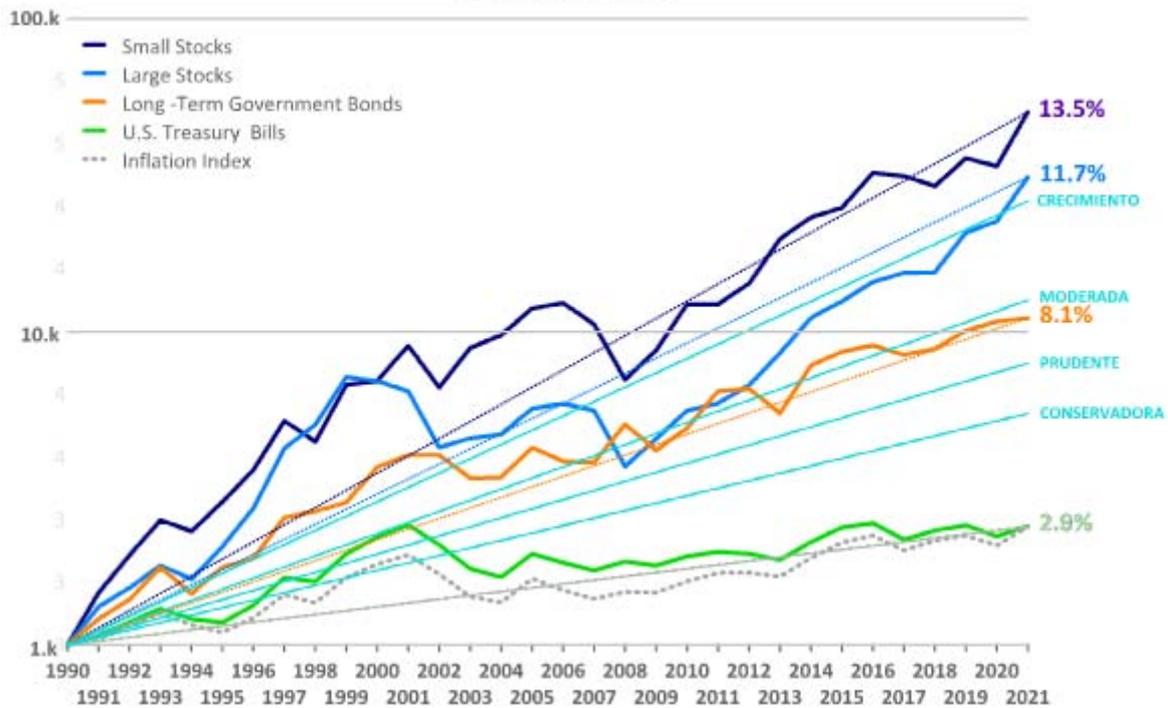
Ibbotson EUR



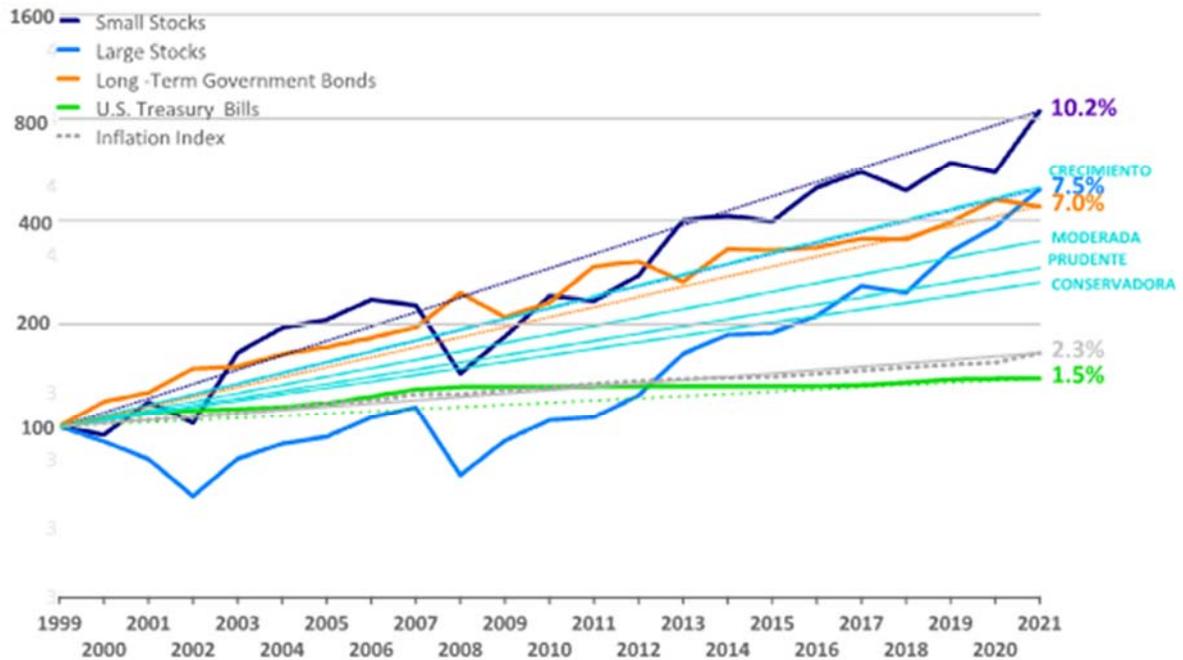
Ibbotson USD



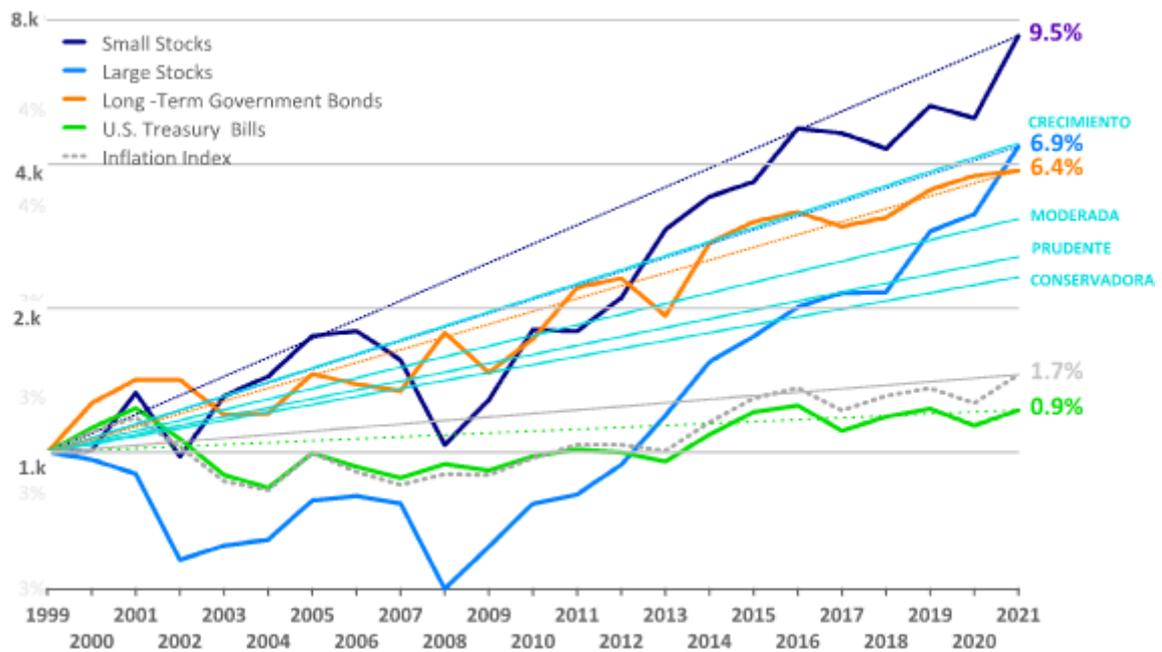
Ibbotson EUR



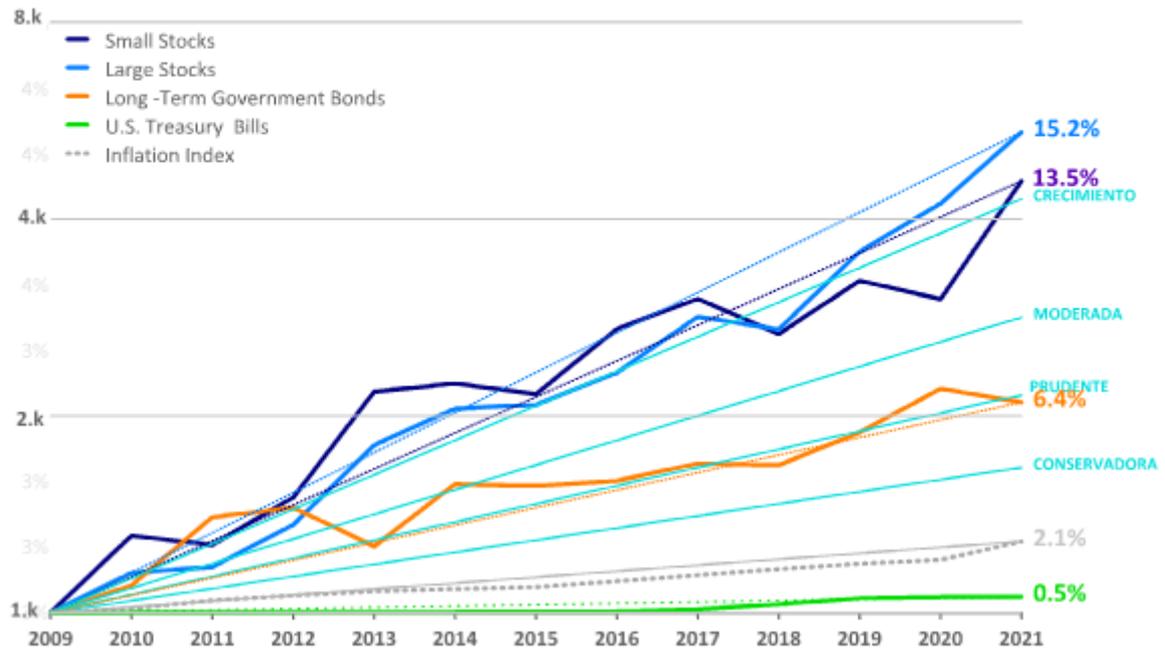
Ibbotson USD



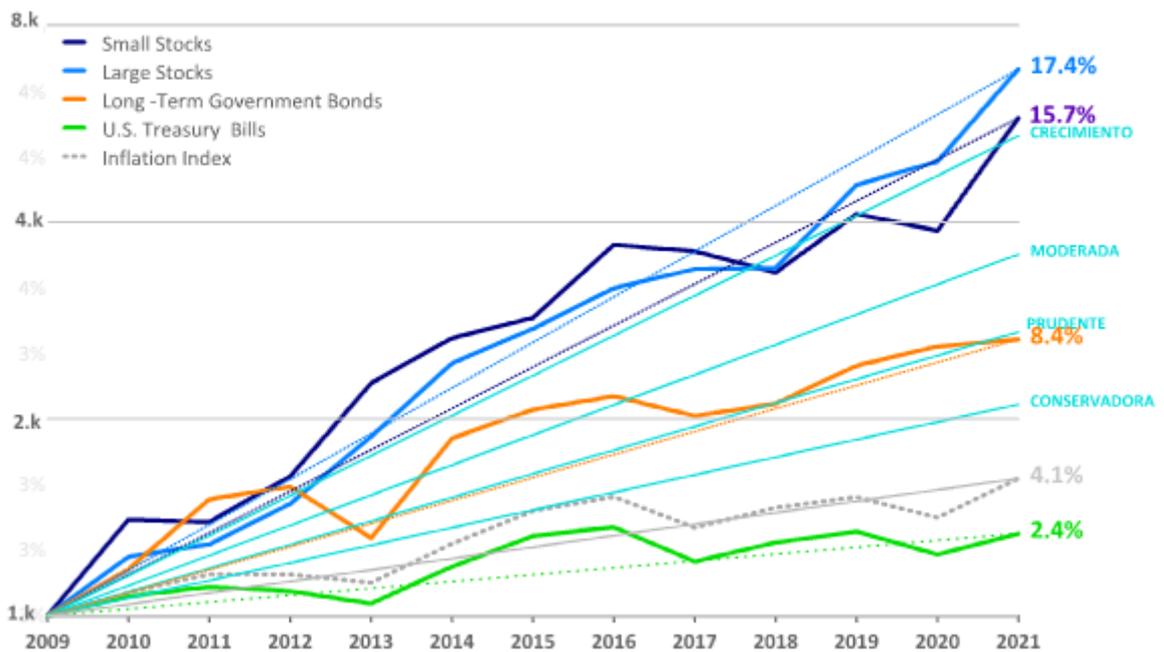
Ibbotson EUR



Ibbotson USD



Ibbotson EUR



La teórica realidad de Estados Unidos no es coherente con el desarrollo de los mercados europeos. Este análisis sugiere una revisión histórica del estudio Ibbotson aplicado a Europa.

La teórica realidad de Estados Unidos no es coherente con el desarrollo de los mercados europeos. Este análisis sugiere una revisión histórica del estudio Ibbotson aplicado a Europa.

Ahora solamente queda reflexionar sobre si el comportamiento de los mercados está siendo coherentes.

Somos refugio



La extraordinaria duración del mercado alcista desde 2009 se ha transformado en una grandísima burbuja. Con una sobrevaloración extrema, aumentos explosivos de precios, emisiones frenéticas y un comportamiento históricamente especulativo de los inversores, creo que este evento se registrará como una de las grandes burbujas de la historia financiera, junto con la burbuja del Mar del Sur, la del 1929 y la del 2000.

Estas grandes burbujas son donde se hacen y pierden fortunas, y donde los inversores realmente demuestran su valía. Posicionar una cartera para evitar los efectos del estallido de la burbuja es probablemente lo más difícil. Cada incentivo profesional financiero y cada grieta de la psicología del individuo atraerá nuevos inversores.

Pero esta burbuja estallará a su debido tiempo, por mucho que la Fed trate de apoyarla, con los consiguientes efectos dañinos sobre la economía y las carteras. No se equivoque: para la mayoría de los inversores de hoy, este podría ser el acontecimiento más importante de su vida inversora. Hablar como un antiguo estudiante e historiador de mercados es emocionante y aterrador al mismo tiempo.

“La única realidad que nunca se puede cambiar es que un activo de mayor precio producirá un rendimiento menor que un activo de menor precio. No puedes tener tu pastel y comértelo. Puedes disfrutarlo ahora, o puedes disfrutarlo de manera constante en un futuro lejano, pero no ambos. El precio que pagamos porque este mercado suba más y más es un rendimiento menor en diez años desde los máximos” Jeremy Grantham ⁽¹⁾

La mayoría de las veces las principales clases de activos tienen precios armonizados entre sí. La decisión correcta es hacer inversiones moderadas en aquellos activos que estimamos más baratos y esperar que sean correctas. Con una buena habilidad para evaluar activos, el inversor basado en la valoración puede esperar un pequeño rendimiento superior. “Pequeño” porque las oportunidades en sí mismas son pequeñas. Siendo algo discrepante, podría decir que es poco probable que la asignación de activos en esta fase sea muy importante. Ciertamente ayudaría en estos períodos si el administrador también pudiera agregar valor en la implementación, a partir de la selección efectiva de países, sectores, industrias y valores individuales, así como de las principales clases de activos.

Sin embargo, el verdadero problema con la asignación de activos está en los tiempos restantes cuando los precios de los activos se alejan mucho del valor razonable. Esto no es tan malo en los mercados bajistas porque los mercados bajistas importantes tienden a ser cortos y brutales. La respuesta inicial de los clientes suele ser la de quedarse pasivos, durante la cual el gestor tiene tiempo para reposicionar la cartera y los argumentos para retener al cliente. El verdadero problema está en los principales mercados alcistas que duran años. Los mercados alcistas largos y de subidas lentas pueden estar muchos años por encima del valor razonable. Estas situaciones pueden durar más que la paciencia de la mayoría de los clientes. Y cuando los aumentos de precios son muy rápidos, típicamente hacia el final de un mercado alcista, la impaciencia es seguida por ansiedad y envidia. Como me gusta decir, no hay nada más irritante que ver a sus vecinos hacerse ricos.

¿Cómo pueden los clientes distinguir entre el comportamiento extremo del mercado y un gestor que se ha equivocado? La típica demostración de talento es el éxito en el pasado, pero los ciclos largos del mercado son pocos y distantes entre sí. Ganar en dos de dos eventos o tres de tres no es tan convincente como lo sería una muestra más grande. Peor aún, las

principales rupturas del mercado anteriores ya se han olvidado: las de 2008, 2000 o 1989 en Japón están prácticamente en los libros de historia. La mayoría de los protagonistas han cambiado. La satisfacción que sienten otros que finalmente ganaron hace mucho tiempo no es un consuelo para la pérdida actual que usted experimenta. Una forma más sencilla de decir esto **puede ser que si Keynes realmente hubiera dicho: "El mercado puede permanecer irracional más tiempo del que el inversor puede permanecer solvente", habría tenido razón.**

Hace mucho que estoy retirado del trabajo de gestión de carteras, pero me complace dar mi opinión aquí: es muy probable que estemos en una burbuja importante en el mercado de EE. UU., del tipo que normalmente tenemos cada varias décadas y **la última vez fue a finales de los noventa.** Es muy probable que acabe mal, **aunque nada es seguro.** También les diré mi definición de éxito para una señal bajista del mercado. Es simplemente que tarde o temprano llegará un momento en que el inversor se alegrará de haber salido del mercado. Es decir, habrá ahorrado dinero al estar fuera, y también habrá reducido el riesgo o la volatilidad en el viaje de ida y vuelta. **Esta definición de éxito no incluye en absoluto el momento preciso.** (Predecir cuándo estalla una burbuja no se basa en la valoración. Todos los anteriores mercados en una burbuja han estado extremadamente sobrevalorados, al igual que este. La sobrevaloración es una condición necesaria pero no suficiente para que estallen). Acertar la semana, mes o trimestre del máximo es casi imposible.

Estuve bastante cerca de señalar un pico del mercado alcista en 2008 y acerté el mercado bajista a principios de 2009 cuando escribí "Reinvesting When Terrified". Tuve mucha más suerte de la que podría esperar, incluso en una carrera de 50 años. Es más frecuente adelantarse, por ejemplo, saliendo tres años antes de la burbuja japonesa. En GMO salimos por completo de Japón en 1987, cuando superaba el 40% del índice de referencia EAFE y vendíamos a un PER de 40, frente a un máximo histórico anterior de 25. Parecía prudente salir en ese momento, pero durante tres años obtuvimos un rendimiento inferior, ya que el mercado japonés llegó a un PER de 65 en camino de superar en más del 60% el índice de referencia. Pero también estuvimos completamente fuera durante tres años después del máximo y finalmente ganamos mucho dinero en el viaje de ida y vuelta.

De manera similar, a fines de 1997, cuando el S&P 500 superó su PER máximo anterior de 1929 de 21, vendimos rápidamente nuestras posiciones de renta variable estadounidenses y luego observamos con horror cómo el mercado subía a un PER 35 debido al aumento de las ganancias. Perdimos la mitad de nuestra cartera de negocios, pero en la caída subsiguiente, compensamos con creces nuestras pérdidas.

Sé que estas son historias antiguas. Pero son relevantes. Porque la situación del mercado actual es de hecho la misma vieja historia. Este verano (2020) dije que era probable que estuviéramos en las últimas etapas de una burbuja, con algunas dudas creadas por las características únicas del accidente de COVID. La característica más típica de las últimas etapas de las grandes burbujas de la historia ha sido el delirante comportamiento de los inversores, especialmente de los particulares. En los primeros 10 años de este mercado alcista, el más largo de la historia, no hubo una especulación tan brutal. Pero ahora la hay. En enormes cantidades. Mis colegas Ben Inker y John Pease han escrito sobre algunos de estos ejemplos de locura en la última carta trimestral de OMG, citando Hertz, Kodak, Nikola y, especialmente, Tesla. Como propietario de un **Model 3**, mi dato favorito de Tesla es que su capitalización de mercado, ahora de más de \$ 600 mil millones, asciende a más de \$ 1.25 millones por automóvil vendido cada año frente a \$ 9,000 por automóvil para GM. ¿Qué tiene 1929 para igualar eso? Cualquiera de estas curiosidades quizás podría descartarse como casos aislados, pero las métricas generales parecen aún peores.

El "indicador de Buffett", capitalización total del mercado de valores en relación con el PIB, rompió su récord histórico en 2000. En 2020, hubo 480 OPV (incluidas 248 SPAC⁽²⁾, compañías con un propósito especial de compra), más que las 406 OPV de 2000. Hay 150 empresas con una capitalización de mercado de más de \$ 250 millones que se han más que triplicado en el año, 3 veces más que cualquier año de la década anterior. El volumen de pequeñas compras minoristas, de menos de 10 contratos, de opciones de compra sobre acciones estadounidenses se ha multiplicado por ocho en comparación con 2019, y en 2019 ya estaba muy por encima del promedio a largo plazo. Quizás lo más preocupante de todo: el premio Nobel Robert Shiller, quien alertó de las burbujas de 2000 y 2007 y que es uno de los pocos economistas que respeto, está cubriendo sus inversiones esta vez. Recientemente señaló que el indicador de precios de activos CAPE (que sugiere que las acciones están casi tan sobrevaloradas como en el pico de la burbuja de 2000) muestra una sobrevaloración menos impresionante

en comparación con los bonos. Los bonos, sin embargo, son incluso más caros en comparación histórica que las acciones.

Por tanto, no me sorprende en absoluto que desde el verano el mercado haya avanzado a un ritmo acelerado y con crecientes excesos especulativos. Es precisamente lo que se debe esperar de una burbuja en su fase final: es una etapa acelerada, casi vertical, pero generalmente corta. Incluso si es breve, esta etapa al final de una burbuja es difícil y llena de riesgos profesionales para los bajistas.

A medida que los precios se alejan más de la tendencia, a una velocidad acelerada y con un entusiasmo especulativo creciente, mi confianza como historiador del mercado aumenta para afirmar que esta es la última etapa de una burbuja. Una burbuja que empieza a parecer un auténtico monstruo.

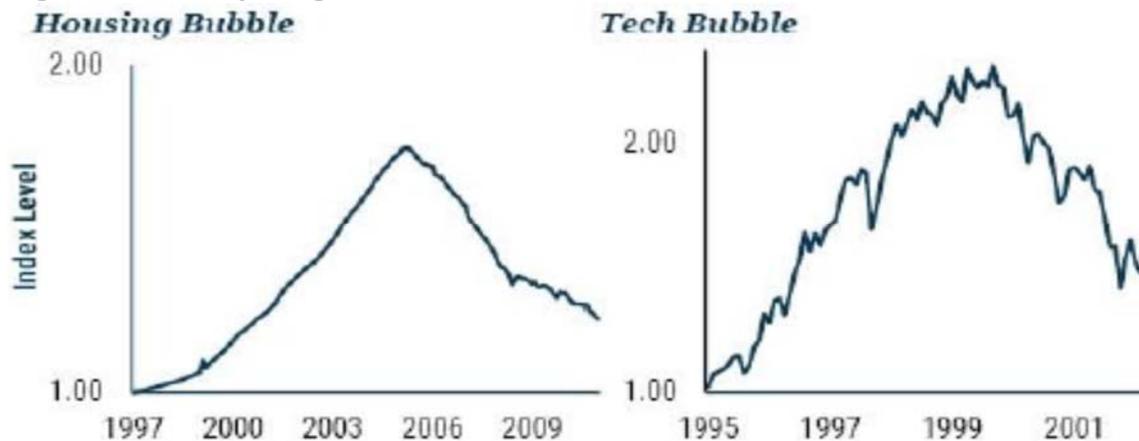
La característica más extraña de este mercado alcista es lo diferente que es en un aspecto a todas las grandes burbujas anteriores. Las burbujas anteriores han combinado condiciones monetarias acomodaticias con condiciones económicas que se perciben en ese momento, con razón o sin ella, como casi perfectas, cuya perfección se extrapola al futuro indefinido. El estado de excelencia económica de cualquier burbuja anterior no duró mucho, pero si hubiera podido durar, entonces el mercado se habría vendido con razón a un múltiplo enorme de lo registrado. Pero la economía de hoy es totalmente diferente: solo se recuperó parcialmente, enfrentando una posible doble caída, una desaceleración y un alto grado de incertidumbre. Sin embargo, el mercado está mucho más alto hoy que el otoño pasado cuando la economía parecía mejor y el desempleo estaba en un mínimo histórico. Hoy en día, el PER del mercado está en el menor dato del rango histórico y la economía se encuentra en el peor porcentaje. Esto no tiene precedentes e incluso puede ser una mejor medida de intensidad especulativa que cualquier SPAC².

Esta vez, más que en cualquier burbuja anterior, los inversores confían en condiciones monetarias acomodaticias y tipos reales cero extrapolados indefinidamente. En teoría, esto tiene un efecto similar al supuesto de un rendimiento económico máximo para siempre: se puede utilizar para justificar rendimientos mucho más bajos en todos los activos y, por lo tanto, precios de los activos correspondientemente más altos. Pero ni las condiciones económicas perfectas ni las condiciones financieras perfectas pueden durar para siempre, y ahí está el problema.

Todas las burbujas terminan con la aceptación casi universal de que la actual no terminará todavía... porque en 1929 la economía había entrado en “un estado permanentemente alto”; porque la Fed de Greenspan en 2000 predecía una mejora duradera en la productividad y prometía lealtad al mercado de valores; porque Bernanke creía en 2006 que “los precios de la vivienda en EE. UU. simplemente reflejan una economía estadounidense fuerte”, por la que si ganas, estás solo, pero si pierdes, puedes contar con nuestro apoyo. Yellen, y ahora Powell, mantuvieron este enfoque. Los tres predecesores de Powell afirmaron que los precios de los activos que ayudaron a inflar, a su vez ayudaron a la economía a través del efecto riqueza. El efecto que todos admitimos es real. Pero los tres evitaron reclamar crédito por las consiguientes rupturas del mercado que inevitablemente siguieron: el colapso de la renta variable de 2000 y el colapso de la vivienda de 2008, cada uno con el efecto anti-riqueza que lo acompañaba cuando menos lo necesitábamos, exagerando la debilidad ya garantizada de la economía.

Ahora, una vez más, los precios altos esta vez se mantendrán porque las tasas de interés se mantendrán en torno a cero, en la declaración final de riesgo moral: el riesgo de mercado asimétrico que conocemos y del que dependemos. El mantra de finales de 2020 era que las tasas bajas previstas pueden evitar siempre una caída en los precios de los activos. Pero fue una falacia en 2000 y es una falacia ahora. Al final, el riesgo moral no detuvo la caída de la burbuja tecnológica, con el NASDAQ cayendo un 82%. En 2008, tampoco impidió que los precios de la vivienda en Estados Unidos cayeran por debajo de la tendencia, lo que a su vez garantizó en primer lugar una pérdida de más de ocho billones de dólares de valor percibido en la vivienda; segundo, la consiguiente debilidad de la economía; y tercero, un aumento generalizado de las primas de riesgo y una disminución generalizada de los precios de los activos globales (ver Figura 1). Todas las promesas al final no valieron nada, excepto una: la Fed hizo lo que pudo para ayudar a los mercados a ponerse en marcha para la próxima ronda de precios mejorados y la consiguiente caída. Y aquí estamos de nuevo, esperando el último baile y, finalmente, que la música se detenga.

Figura 1: Burbujas - grandes mientras duran



Burbuja inmobiliaria hasta 30/11/2011, burbuja tecnológica hasta 28/02/2003. Fuente: S&P 500 (burbuja tecnológica); Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios, Oficina del Censo de EE. UU. (Burbuja inmobiliaria)

Nada se repite perfectamente en la inversión. Tampoco las burbujas. Cada forma de exuberancia irracional es diferente; solo buscamos lo que podríamos llamar similitudes intangibles. Incluso ahora, sé que este mercado puede dispararse hacia arriba durante algunas semanas más o incluso meses; parece que podríamos estar en cualquier lugar entre julio de 1999 y febrero de 2000. Es decir, puede estallar cualquier día, pero podría seguir subiendo unos meses más. Mi mejor conjetura en cuanto al tiempo que esta burbuja podría sobrevivir es a fines de la primavera o principios del verano, coincidiendo con el amplio lanzamiento de la vacuna COVID. En ese momento se habrá resuelto el problema más urgente que enfrenta la economía mundial. Los participantes del mercado respirarán aliviados, mirarán a su alrededor y se darán cuenta de inmediato de que la economía todavía está en mal estado. El estímulo se reducirá en breve con el fin de la crisis de COVID, y las valoraciones son absurdas. "Compra el rumor, vende las noticias". Pero recuerde que cronometrar el estallido de las burbujas tiene una larga historia de desilusiones.

Incluso en retrospectiva, rara vez es fácil señalar el alfiler que hizo estallar la burbuja. La razón principal de esta falta de claridad es que los grandes mercados alcistas no se rompieron cuando se presentó un importante hecho negativo inesperado. Esos eventos, como el fiasco de los seguros de cartera de 1987, tienden a dar pasos hacia abajo y recuperaciones rápidas. Están en el esquema más amplio de cosas únicas y técnicas y no son parte del flujo y reflujo de las grandes burbujas. Los grandes mercados alcistas normalmente bajan cuando las condiciones del mercado son muy favorables, solo algo menos favorables que ayer. Y es por eso por lo que siempre se pierden.

De cualquier manera, el mercado ahora está revisando todas las características de una gran burbuja. Las características más impresionantes son la intensidad y el entusiasmo de los alcistas, la cantidad de la cobertura de las acciones y el mercado y, sobre todo, la creciente hostilidad hacia los bajistas. En 1929 ser bajista significaba arriesgarse a un ataque físico. Para nosotros, 1999 fue la única experiencia que hemos tenido de clientes que reaccionan como si los priváramos deliberada y maliciosamente de ganancias. En comparación, 2008 no fue nada. Pero en los últimos meses el tono hostil se ha intensificado rápidamente. Sin embargo, la ironía para los bajistas es que es exactamente lo que queremos escuchar. Es un precursor clásico del estallido definitivo, junto con las acciones subiendo, no por sus fundamentales, sino simplemente porque están subiendo.

Otra característica más precisa de un alcista en la etapa última, desde la burbuja del Mar del Sur hasta la burbuja tecnológica de 1999, ha sido la aceleración del tramo final, que en casos recientes ha estado por encima del 60% en los últimos 21 meses hasta el pico, una tasa muy por encima del doble de la tasa normal de ascensos del mercado alcista. Esta vez los índices estadounidenses han avanzado del + 69% para el S&P 500 al + 100% para el Russell 2000 en tan solo 9 meses. ¡No está mal! Y todavía puede haber más escalada por venir. Pero ya ha superado la prueba necesaria del fin de una burbuja.

Es un privilegio como historiador del mercado experimentar una vez más una gran burbuja bursátil. Japón en 1989, la burbuja tecnológica de 2000, la crisis inmobiliaria e hipotecaria de 2008 y ahora la burbuja actual: estos son los cuatro eventos de inversión más importantes y apasionantes de mi vida. La mayoría de las veces, en mercados normales, uno llega a trabajar y hace su trabajo. Y luego, de vez en cuando, el mercado se aleja del valor razonable y la realidad. Las fortunas se hacen y se pierden rápidamente y los asesores de inversiones tienen una rara oportunidad de justificar realmente su existencia. Pero, como de costumbre, no hay almuerzo gratis. Estas oportunidades de ser útiles vienen cargadas de riesgos profesionales.

Así que aquí estamos de nuevo. Una vez más, espero que mi apelación a una burbuja cumpla con mi modesta definición de éxito: en alguna fecha futura, cuando sea, habrá valido la pena haberse moderado desde mediados del verano de 2020. Pero pocos inversores profesionales o individuales habrán podido moderarse. La combinación de incertidumbre sobre el tiempo y el arrepentimiento que se acelera rápidamente por parte

de los clientes significa que el riesgo profesional y comercial de combatir la burbuja es demasiado grande para las grandes empresas comerciales. Nunca pueden poner todo su peso detrás de los consejos bajistas incluso si el PER llega a 65 como lo hizo en Japón. Lo más cerca que han estado estas grandes instituciones de ofrecer un consejo totalmente bajista en una burbuja fue UBS en 1999, cuya posición era casi idéntica a la nuestra en GMO. Es decir, en algún lugar entre valiente y temerario. Por suerte para nosotros, cambiaron de rumbo y se convirtieron en una recomendación de acciones de crecimiento totalmente invertidas en UBS Brinson y su subsidiaria, Phillips & Drew, en febrero de 2000, justo antes del pico del mercado. Esto eliminó al gorila de 800 libras que de otro modo se habría llevado la mayor parte de las recompensas por su obstinada contrariedad. Por lo tanto, **no espere a que Goldman y Morgan Stanley se vuelvan bajistas: nunca va a suceder. Para ellos es una apuesta pavorosamente no comercial.** Quizás lo sea para cualquiera. Rentable y reductor de riesgos para los clientes, sí, pero comercialmente impráctico para los asesores. **Su mejor política es clara y simple: ser siempre extremadamente optimista.** Es bueno para los negocios e intelectualmente poco exigente. Es atractivo para la mayoría de los inversores que prefieren el optimismo a la evaluación realista, como se atestigua tan vívidamente con COVID. Y cuando todo termine como firme alcista, tendrás ingente compañía. Por eso siempre han tenido consejos alcistas en una burbuja y siempre los tendrán.

Sin embargo, para cualquier gestor que esté dispuesto a asumir ese riesgo, o para el inversor individual, exigir que obtenga el momento adecuado es una extralimitación. Si el obstáculo para invocar una burbuja es demasiado alto, por lo que debe llamar a la parte superior con precisión, nunca lo intentará. Y eso lo condena a cabalgar por el precipicio en cada ciclo, junto con la gran mayoría de inversionistas y gerentes.

¿Qué hacer?

Como sucede a menudo en los picos de la burbuja como 1929, 2000 y el Nifty Fifty de 1972 (una burbuja de segundo nivel en compañía de campeones), el mercado actual presenta disparidades extremas en valor por clase de activo, sector y compañía. Aquellos en el extremo más barato incluyen acciones de valor tradicionales en todo el mundo, en relación con las acciones de crecimiento. Las acciones de valor han tenido su peor década relativa hasta diciembre de 2019, seguida por el peor año en 2020, con diferenciales entre el crecimiento y el rendimiento de valor con un promedio de entre 20 y 30 puntos porcentuales para un solo año. De manera similar, las acciones de los mercados emergentes se encuentran en uno de sus tres mínimos relativos, frente a los EE. UU. de los últimos 50 años. Como era de esperar, creemos que es en la superposición de estas dos ideas, Valor y Emergente, que deberían ir sus inversiones, junto con evitar todas las acciones de crecimiento de EE. UU. que su carrera y riesgo empresarial le permitan. ¡Buena suerte!

<https://www.gmo.com/europe/research-library/waiting-for-the-last-dance/>

1 Jeremy Grantham, CNBC, 12 de noviembre de 2020

2 Un SPAC es una Compañía de Adquisición de Propósito Especial, una estructura que se crea con el propósito específico de fusionarse con alguna compañía privada para hacer pública esa compañía más rápidamente de lo que podría haber sido el caso con un proceso normal de oferta pública inicial (OPI).

3 Mi artículo de enero de 2018, " Preparándose para una posible fusión a corto plazo ", tiene sustancialmente más datos y exhibiciones sobre este tema.

<https://www.gmo.com/europe/research-library/bracing-yourself-for-a-possible-near-term-melt-up/>

Cuando en enero del pasado año leímos este artículo, antes del asalto al Capitolio, además de coincidir en el pensamiento nos pareció valiente y arriesgado aseverar lo que iba a ocurrir este año que ni siquiera depende de la acción y reacción del mercado, sino de poderes externos muy poderosos con toda la incertidumbre del mundo sobre el relevo en la Casa Blanca.

Sin duda de haberse producido mayores incidentes, el cataclismo hubiera sido mortal, el autor del artículo hubiera acertado en su premonición seis meses. Los intereses para mantener la normalidad han producido una continuidad alcista.

continuidad en la regularización de los balances con retiradas netas hacia una tasa de masa monetaria justificada por el crecimiento económico. Reducciones netas de balance no son soportables por el margen de Liquidez actual.

Todo ayuda a que las apariencias estén bastante alejadas de la realidad sirva de ejemplo las fabulosas cifras de empleo en España en un ambiente caótico en el que vivimos día a día a causa del COVID, sin embargo y pese a las moratorias, los concursos de acreedores han aumentado este año un 37%. ¿Cómo se entiende con unas cifras de crecimiento importantes?, seguiremos tratando de encontrar una explicación que ahora no tenemos.

La política monetaria seguirá ayudando al mantenimiento del precio de la Renta Variable y que los esperados retrocesos sean menos convulsos, aunque con una duración mayor. Compleja situación en la que se pone la esperanza en las nuevas oportunidades que están desarrollándose, que esperamos encontrar más allá del exitoso proceso del mono de los dardos de estos últimos años.



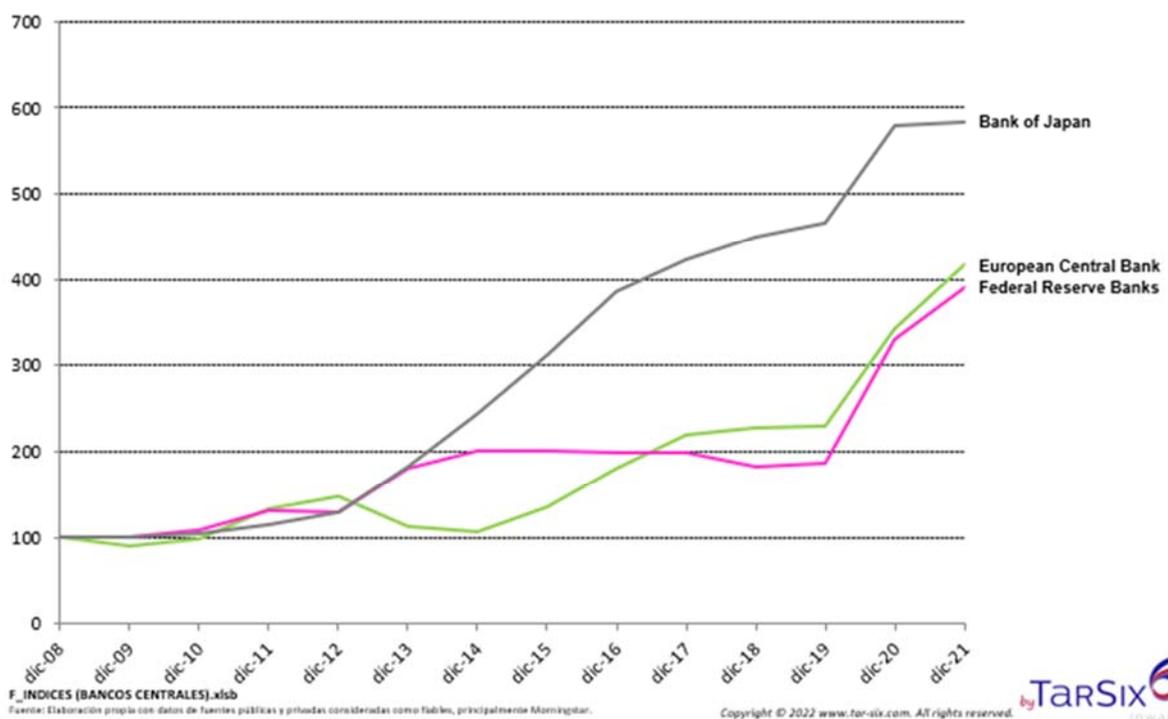
Estamos en una onda 5, véase Teoría de las Ondas de Elliot, cuya mayor dificultad de identificación sería la identificación de ciclo corto, medio, largo.





En todas las lecturas vemos alta probabilidad de retroceso que seguiría siendo un mercado alcista si el SP500 no pierde más de 1.500 puntos.

El efecto tractor del SP es muy importante y el efecto de los bancos centrales marcará el calendario.



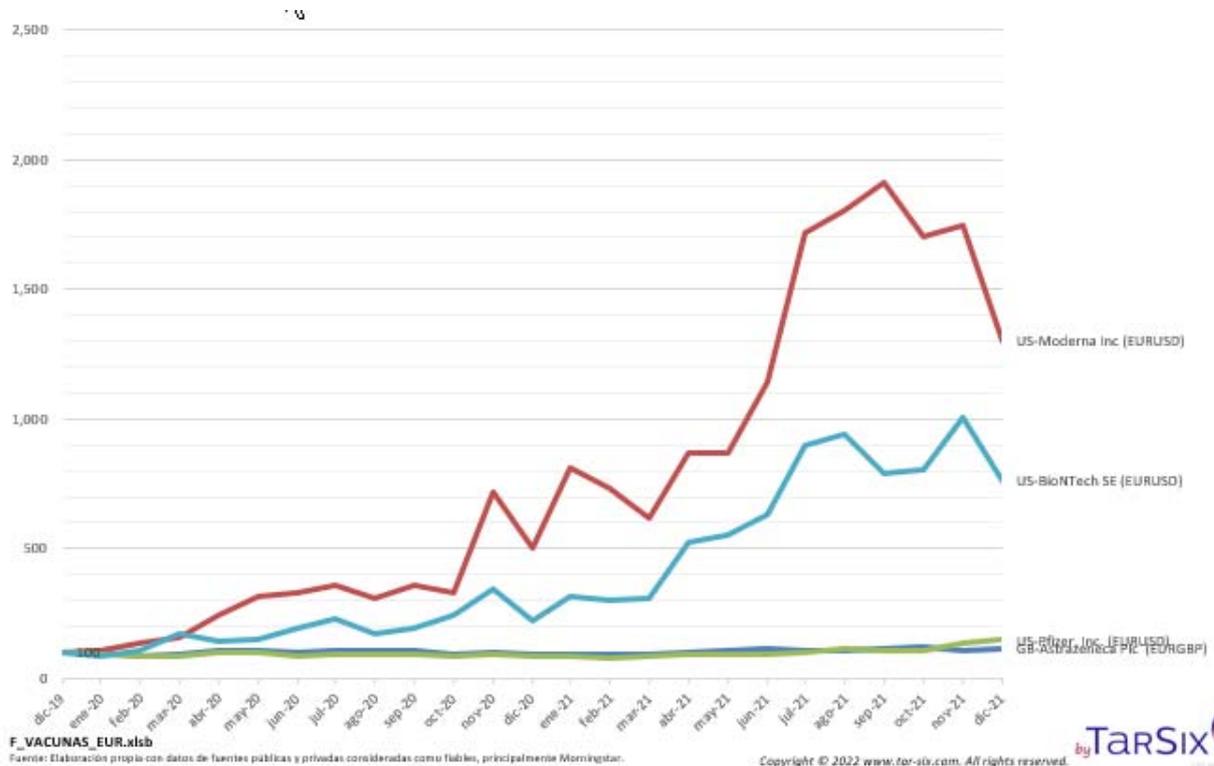
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TAE
Bank of Japan	-0.2%	5.0%	9.7%	12.2%	41.6%	33.9%	27.6%	23.4%	9.7%	6.4%	3.8%	24.2%	0.8%	14.5%
European Central Bank	-9.3%	8.2%	36.5%	10.3%	-24.3%	-5.9%	28.7%	32.3%	22.1%	4.4%	0.5%	49.5%	21.4%	11.6%
Federal Reserve Banks	-0.2%	8.3%	20.9%	-0.6%	38.7%	11.5%	-0.2%	-0.8%	-0.1%	-8.4%	2.2%	77.7%	18.3%	11.1%

Incrementos anuales de balances de bancos centrales

Regularizar la tasa de crecimiento de los balances con la tasa de crecimiento económico va a costar años. Sólo crecimientos económicos de dos dígitos con políticas monetaria estrictas lo pueden conseguir y eso solo ha ocurrido en China con un gran control del estado.

Con todo ello o a pesar de ello, 2021 ha sido un año tranquilo financieramente hablando.

Las vacunas en los mercados financieros.



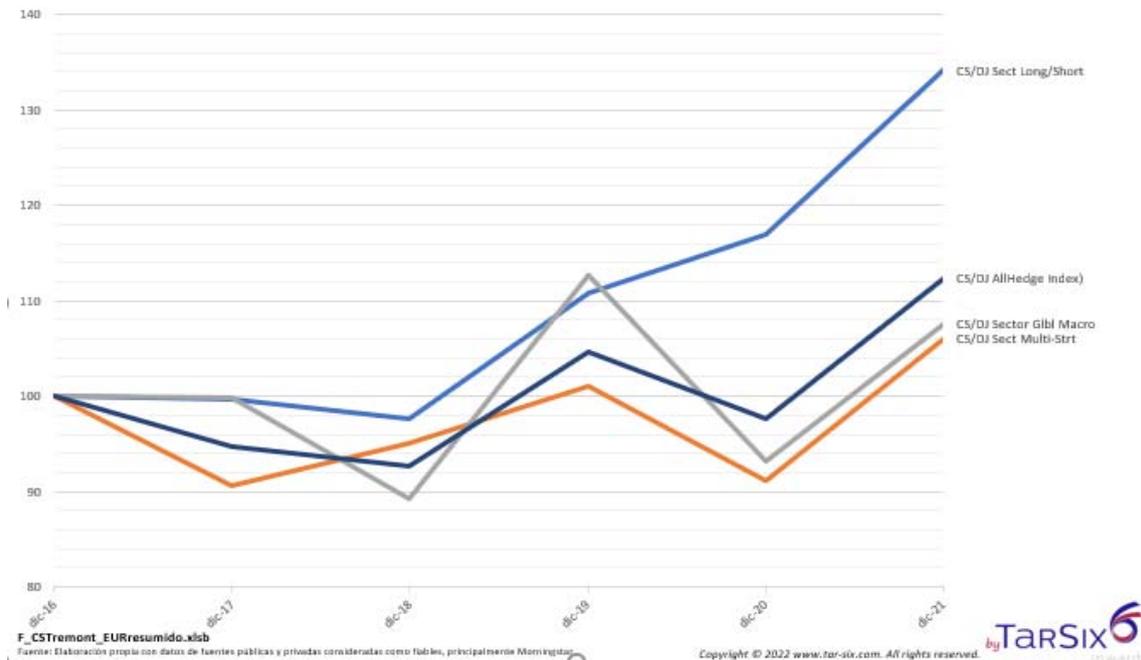
	2020	2021
US-Moderna Inc (EURUSD)	400.1%	160.0%
US-BioNTech SE (EURUSD)	121.3%	244.4%
US-Pfizer, Inc. (EURUSD)	-15.0%	76.2%
GB-Astrazeneca Plc (EURGBP)	-8.8%	26.1%

El precio refleja todo, el éxito de Moderna ha sido evidente y el de Pfizer/BionTech también, pero curiosamente la pata Pfizer ha tenido un comportamiento más discreto, debido a la mayor diversificación de sus ingresos, por lo que los ingresos de la comercialización de la vacuna tienen un menor impacto relativo en sus cuentas.

El negocio de las vacunas no tiene ahora un modelo temporal como podía creerse inicialmente, va a durar como la Aspirina.

Comportamiento de las inversiones alternativas.

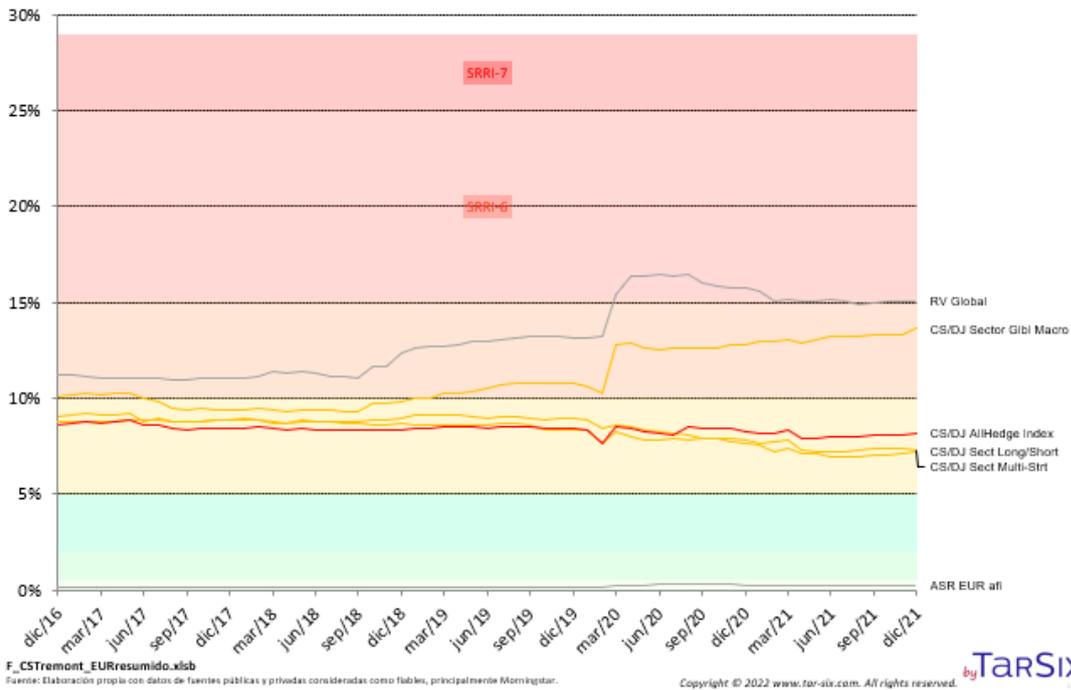
Debido a los excesos de la inversión indexada esperábamos encontrar refugio en las inversiones alternativas, más especializadas en la gestión activa, pero tampoco este año ha sido posible.



En la gráfica de la evolución de estos cinco últimos años se puede observar una lateralidad en zigzag, resuelta este año de forma alcista por el sector Long Short, lo que resulta sorprendentemente extraño en un año dónde las posiciones cortas han dado pérdidas.

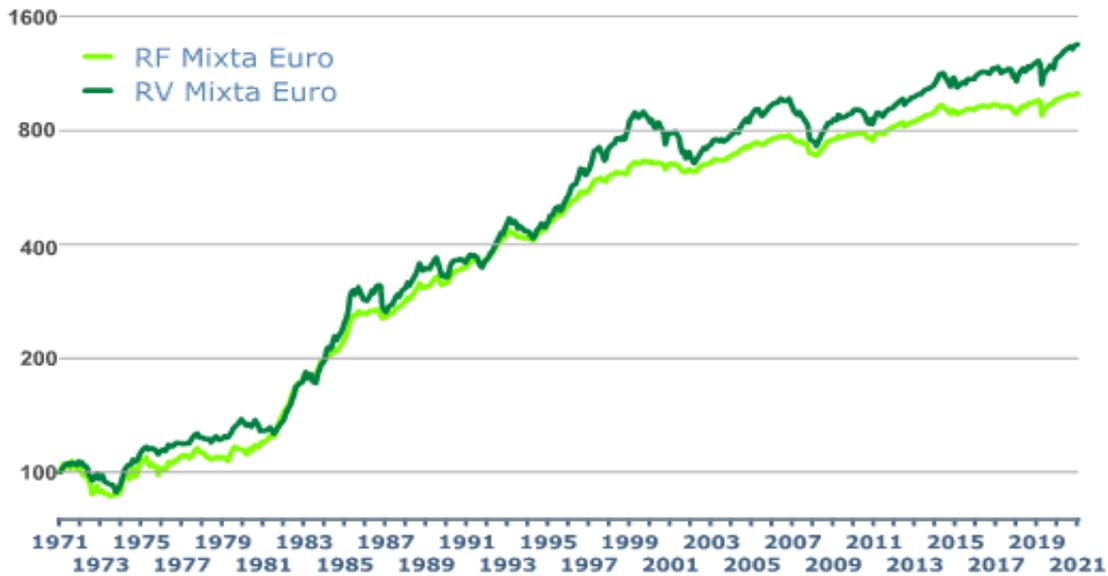


SRRRI Índice de Riesgo Sintético ESMA calculado mensualmente



El mapa de riesgo al menos es comprensible y responde a lo que se espera de un hedge fund multiestratégico o long short.

Análisis gráfico de las referencias mixtas

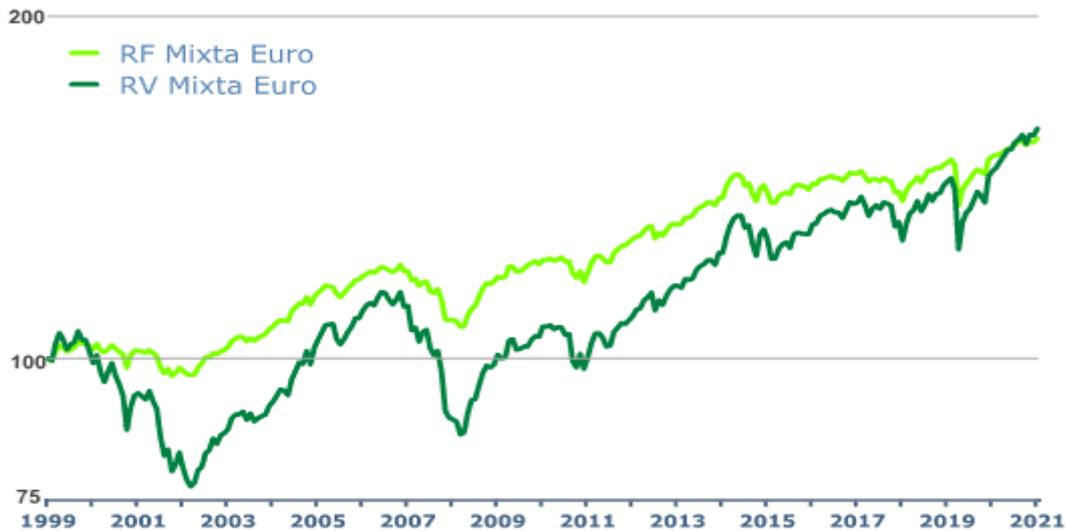


Fuente: evolución referencias RFM RVM 1990 1971

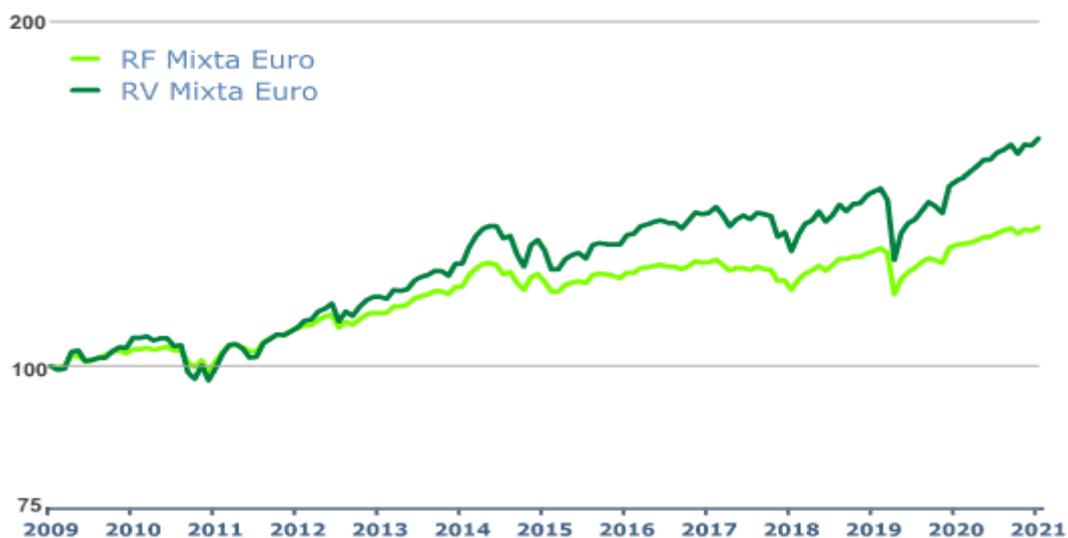
Las referencias de Renta Fija Mixta (RFM) y Renta Variable Mixta (RVM) captan muy bien la evolución del mercado complementa el estudio Ibbotson, al dar una visión europea de las carteras mixtas, que en el largo plazo la RFM actúa de soporte de la RVM.



En la gráfica de 1990, la evidencia es palmaria, la pujanza de los tipos de interés de la década de los 90, la crisis de las .com, la crisis financiera de 2008, la crisis euro de 2011 y el cisne negro del COVID. Una advertencia muy seria es que la distancia actual entre ambas referencias está muy cercana a la diferencia conocida de marzo de 2003, habiendo superado claramente al percentil 99%, es un serio aviso para navegantes.



Por fin, en lo que va de siglo las referencias consiguen la normalidad después de 21 años, aunque las circunstancias no sean normales.



Desde 2009 se produce la normalidad de la hipótesis inicial con una diferencia extrema como hemos comentado anteriormente. La diferencia inversa no se ha visto desde 1995 y difícilmente se verá en un ciclo alcista de tipos de interés. Pero habrá ocasiones para comentar situaciones relativas atractivas.

Conclusión: indicadores fiables nos dijeron desde noviembre de 2020 que hay que reducir fuertemente exposición a la Renta Variable, reconfirmándolo en abril de 2021 y cualquier avance alcista complica más la situación. Sin embargo, los excesos son límites superables por grandes que sean.

Criptomonedas

Ya suman 8.863 las monedas inventadas, más que duplican las del año pasado, ahora se hacen como churros ni siquiera necesitan criptografía propia, toman una carcasa y ale a las redes sociales a sociabilizar precisamente.



	2021
Ethereum Classic	568.8%
Ethereum	451.1%
XRP	315.8%
Cosmos	190.8%
Zcash	164.6%
Pax Gold	108.7%
Bitcoin	78.8%
Tezos	69.3%
Polkadot	67.4%
Dash	49.7%
RV EEUU	36.6%
Bitcoin Cash	34.6%
Litecoin	29.3%
EOS	29.2%
The Graph	-10.4%
Dogecoin	-36.6%
Chia Network	-64.8%

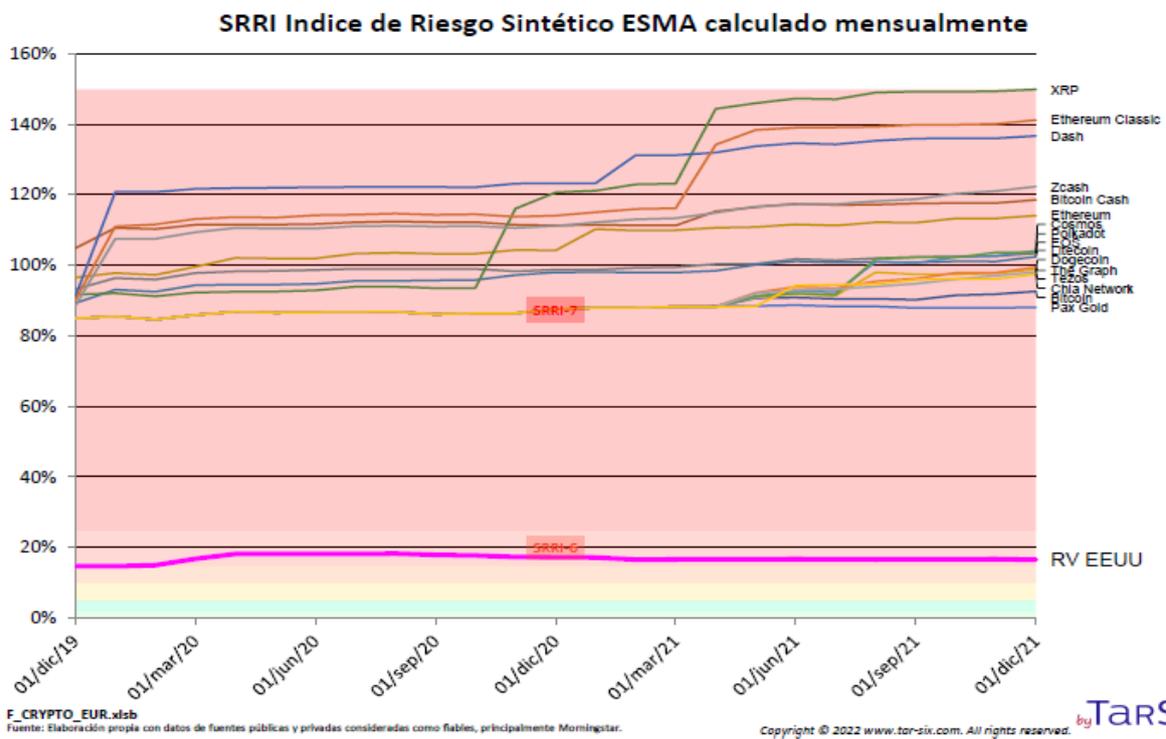
Este año incorporamos a nuestra colección unas pocas aleatoriamente por casi cualquier criterio, qué más da, es azar. Se las distingue por tener, como todas, la misma raíz, el Bitcoin, la precursora.

Se lleva la gloria este año una clásica, Ethereum, por su exitoso marketing que la ha impulsado a sin mayor fundamento que la manipulación masiva.

Son 1,808 las que superan el millón de dólares de capitalización, un 39% más que año pasado, que se puede traducir en 4,300 fracasadas. Algunos fracasos curiosos como por ejemplo la Metaverse que pese a estar el nombre en el candelero muy ampliamente, gracias a

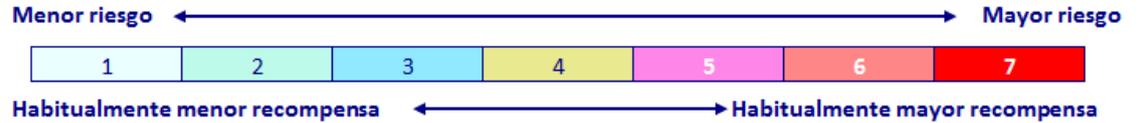
Facebook ha caído de \$6 a \$0.15, como la de un buen amigo asesorado por un relumbrón CEO cuya cara es reflejo de lo que hay detrás de \$400 ha caído a \$160, ciertamente que ha tenido el valor de llegar a \$400, supongo que gracias a su buen nombre QUANT, que no a la inteligencia de su CEO quizá más responsable de la caída por su poca credibilidad al afirmar llegar a \$1.000 este año.

Si las monedas tienen riesgo, mayor aún lo tienen las Exchange que CoinMarketCap contabiliza, 308, fuera de control casi todas y que con frecuencia son objeto de sospecha. Pese o porque hasta grandes estrellas de Hollywood las promocionan.



Este gráfico representa la realidad del riesgo, que lo situamos frente al riesgo de la Renta Variable EEUU para hacerlo más evidente.

El riesgo se califica del 1 al 7. Donde el 1 (en blanco en el gráfico), no significa que esté exento de riesgo, pero sí que su registro no supera el 0.5%. El nivel 2 (en color ciano), es el espacio destinado para los activos que no superan una volatilidad del 2%, principalmente la Renta Fija a Corto Plazo. Posicionarse en el nivel 3 de riesgo (zona azul) lo consiguen cartera diversificadas de Renta Fija Largo Plazo y de Renta Fija Mixta, para dejar a la Renta Variable Mixta que oscile entre el riesgo 4 y 5 con una volatilidad alrededor del 10%. El nivel 6 de riesgo (en rojo) se reserva para carteras de Renta Variable con una volatilidad que oscila entre el 15% y 25%. Por último, en el nivel 7 situaríamos a los activos de mucho riesgo, con una volatilidad superior al 25%.



Materias primas

	2021		2021
Wisdom Tree ETF GASOLINE	88.6%	Wisdom Tree ETF AGRICULTURE	38.0%
Wisdom Tree ETF CRUDE OIL	84.4%	Wisdom Tree ETF INDUST MTL	37.6%
Wisdom Tree ETF COFFEE	80.5%	Wisdom Tree ETF ZINC	35.4%
Wisdom Tree ETF PETROLEUM	79.3%	Wisdom Tree ETF COPPER	33.3%
Wisdom Tree ETF ENERGY	69.7%	Wisdom Tree ETF GRAINS	32.4%
Wisdom Tree ETF SOYBEANS OIL	62.6%	Wisdom Tree ETF NICKEL	31.8%
Wisdom Tree ETF COTTON	57.3%	Wisdom Tree ETF SUGAR	31.8%
Wisdom Tree ETF SOTFS	56.5%	Wisdom Tree ETF WHEAT	25.0%
Wisdom Tree ETF CORN	50.6%	Wisdom Tree ETF GOLD	2.2%
Wisdom Tree ETF ALUMINIUM	48.1%	Wisdom Tree ETF PREC METALS	0.0%
Wisdom Tree ETF NATURAL GAS	41.5%	Wisdom Tree ETF SILVER	-7.3%

Otros datos

	2021		2021
00_IK-Dow Jones US Energy (EURUSD)	89.7%	00_IK-MSCI EAFE Small Cap (EURUSD)	19.0%
00_IK-Dow Jones US Oil & Gas Ex (EURUSD)	85.8%	00_IK-MSCI EAFE (EURUSD)	19.0%
00_IK-Cohen & Steers Realty Majors (EURUSD)	55.2%	00_IK-MSCI South Africa (EURUSD)	14.8%
00_IK-Dow Jones US Financial Sector (EURUSD)	49.3%	00_IK-MSCI Australia (EURUSD)	14.5%
00_IK-Dow Jones US Real Estate (EURUSD)	48.3%	00_IK-S&P U.S. Preferred Stock (EURUSD)	14.4%
00_IK-North Amer Natural Resources (EURUSD)	48.0%	00_IK-Russell 2000 Growth (EURUSD)	13.2%
00_IK-S&P 500 Growth (EURUSD)	46.9%	00_IK-Barclays TIPS Bond (EURUSD)	13.1%
00_IK-Dow Jones US Financial Services (EURUSD)	43.9%	00_IK-Nasdaq Biotechnology (EURUSD)	11.8%
00_IK-S&P 100 (EURUSD)	42.6%	00_IK-MSCI Germany (EURUSD)	11.1%
00_IK-Dow Jones Select Dividend (EURUSD)	42.5%	00_IK-MSCI Pacific ex-Japan (EURUSD)	10.9%
00_IK-Russell 1000 Growth (EURUSD)	42.1%	00_IK-iBoxx \$ High Yield Corporate Bd (EURUSD)	10.9%
00_IK-S&P 500 (EURUSD)	41.7%	00_IK-MSCI Japan (EURUSD)	9.6%
00_IK-S&P MidCap 400 Value (EURUSD)	41.1%	00_IK-MSCI Singapore (EURUSD)	9.6%
00_IK-Dow Jones US Basic Materials (EURUSD)	40.9%	00_IK-MSCI Thailand (EURUSD)	9.5%
00_IK-MSCI Taiwan (EURUSD)	40.2%	00_IK-Barclays Short Treasury Bond (EURUSD)	7.4%
00_IK-Russell 1000 (EURUSD)	39.3%	00_IK-Barclays 1-3 Year Treasury Bond (EURUSD)	6.6%
00_IK-Dow Jones Transportation Average (EURUSD)	39.2%	00_IK-MSCI Spain (EURUSD)	6.4%
00_IK-Russell Midcap Value (EURUSD)	39.2%	00_IK-iBoxx \$ Invest Grade Corp Bond (EURUSD)	6.0%
00_IK-Russell 2000 Value (EURUSD)	38.9%	00_IK-Barclays Aggregate Bond (EURUSD)	5.4%
00_IK-S&P SmallCap 600 (EURUSD)	36.9%	00_IK-MSCI Emerg.Markt. (EURUSD)	4.8%
00_IK-MSCI Canada (EURUSD)	36.4%	00_IK-JPM USD Emerg Markets Bond (EURUSD)	4.2%
00_IK-Russell 1000 Value (EURUSD)	36.2%	00_IK-Barclays 7-10 Year Treasury (EURUSD)	4.1%
00_IK-S&P 500 Value (EURUSD)	35.9%	00_IK-Barclays 20+ Year Treas Bond (EURUSD)	3.6%
00_IK-S&P MidCap 400 (EURUSD)	35.7%	00_IK-COMEX Gold Trust (EURUSD)	2.5%
00_IK-Russell Midcap (EURUSD)	34.3%	00_IK-MSCI All Country Asia ex Japan (EURUSD)	2.2%
00_IK-S&P SmallCap 600 Growth (EURUSD)	33.6%	00_IK-MSCI Hong Kong (EURUSD)	2.0%
00_IK-MSCI Sweden (EURUSD)	30.7%	00_IK-MSCI South Korea (EURUSD)	0.9%
00_IK-MSCI Mexico (EURUSD)	30.3%	00_IK-MSCI Malaysia (EURUSD)	-4.9%
00_IK-S&P MidCap 400 Growth (EURUSD)	30.2%	00_IK-MSCI BRIC (EURUSD)	-5.5%
00_IK-Russell 2000 (EURUSD)	25.8%	00_IK-Silver Trust (EURUSD)	-6.2%
00_IK-Russell Midcap Growth (EURUSD)	25.7%	00_IK-S&P Latin America 40 (EURUSD)	-10.3%
00_IK-S&P Europe 350 (EURUSD)	25.0%	00_IK-FTSE/Xinhua China 25 (EURUSD)	-12.6%
00_IK-Dow Jones US Oil Equipment (EURUSD)	24.8%	00_IK-MSCI Brazil (EURUSD)	-14.5%
00_IK-MSCI United Kingdom (EURUSD)	21.7%	00_IK-MSCI Turkey (EURUSD)	-22.0%

31/12/2021 Carteras

Perfiles	CONSERVADORA			PRUDENTE			EQUILIBRADA			CRECIMIENTO		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ESTRATEGIA BOND	80	71	58	38	15	13	9	8	6	4	2	0
ESTRATEGIA INCOME	15	21	26	40	55	45	34	21	13	10	8	3
ESTRATEGIA FLEXIBLE	5	8	11	15	21	29	40	47	47	36	23	13
ESTRATEGIA GROWTH	0	0	5	7	9	13	17	24	34	50	67	84

objetivo rentabilidad anual	2.9%	3.1%	3.4%	3.2%	3.5%	3.9%	4.9%	5.2%	5.6%	5.9%	6.2%	6.6%
RESULTADOS 1 año	-1.0%	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	0.1%	1.3%	2.6%	3.8%

Referencias 31/12/2021

RF Largo Euro	-1.8%	RF Mixta Euro	14.5%	RV Mixta Euro	27.7%	RV Euro	62.4%
RF Internacional	1.2%	RF Mixta Intl	0.0%	RV Mixta Intl	33.1%	RV Internacional	67.5%
RF Convertibles	28.8%	RV Euro	62.4%	RV Asia y Oceanía	54.6%	RV Sector Crecimiento	93.0%
RF Emergentes	15.9%	RV España	42.4%	RV Europa del Este	58.9%	RV Sector Defensivo	65.6%
RF High Yields	23.2%	RV Europa	61.1%	RV Latinoamérica	34.9%	IBEX 35 PR	7.9%
RF Largo USD	14.5%	RV EEUU	89.6%	RV Oriente M.-N.África	66.9%	EUROSTOXX	21.0%
RF Corto USD	-3.5%	RV Japón	40.0%	RV Emergente Global	49.3%	MSCI World EUR	30.8%

Rentabilidad anual

		YTD	1 Year	3 Years	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
		CONSERVADORA	1	-1.0%	-1.0%	-1.9%	-1.0%	-4.1%	3.4%	-3.8%	0.1%	1.7%	1.8%
	2	-1.0%	-1.0%	-2.2%	-1.0%	-4.3%	3.1%	-4.2%	0.5%	1.7%	1.7%	4.7%	0.3%
	3	-0.7%	-0.7%	-2.2%	-0.7%	-4.4%	3.0%	-5.0%	1.2%	1.8%	1.3%	5.4%	1.5%
PRUDENTE	4	-0.6%	-0.6%	-2.8%	-0.6%	-4.8%	2.6%	-5.8%	2.1%	1.9%	1.0%	5.8%	2.4%
	5	-0.5%	-0.5%	-3.5%	-0.5%	-5.2%	2.2%	-6.9%	3.1%	2.0%	0.6%	6.3%	3.4%
	6	-0.5%	-0.5%	-3.1%	-0.5%	-4.7%	2.2%	-7.5%	3.3%	2.1%	0.5%	7.4%	4.5%
EQUILIBRADA	7	-0.6%	-0.6%	-2.7%	-0.6%	-4.1%	2.1%	-8.3%	3.6%	2.2%	0.4%	8.8%	5.7%
	8	-0.4%	-0.4%	-1.8%	-0.4%	-3.6%	2.3%	-9.0%	3.9%	2.4%	0.2%	10.2%	7.0%
	9	0.1%	0.1%	-0.8%	0.1%	-3.4%	2.6%	-9.7%	4.5%	2.6%	-0.1%	11.1%	8.5%
CRECIMIENTO	10	1.3%	1.3%	0.7%	1.3%	-3.7%	3.2%	-10.3%	5.5%	2.8%	-0.8%	11.5%	10.2%
	11	2.6%	2.6%	2.4%	2.6%	-4.0%	3.9%	-10.8%	6.5%	3.0%	-1.4%	11.8%	11.9%
	12	3.8%	3.8%	4.1%	3.8%	-4.2%	4.6%	-11.5%	7.4%	3.3%	-2.1%	12.4%	13.8%

Rentabilidad anual

	YTD	1 Year	3 Years	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
DIRECTOR BOND FOCUS	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-3.7%	3.8%	-3.0%	-0.6%	1.6%	2.1%	4.2%	-0.7%
DIRECTOR INCOME	-0.2%	-0.2%	-5.5%	-0.2%	-7.0%	1.8%	-5.8%	3.3%	1.8%	0.5%	3.3%	1.4%
DIRECTOR FLEXIBLE	-3.2%	-3.2%	-4.2%	-3.2%	-1.7%	0.6%	-10.0%	2.8%	2.2%	1.3%	13.0%	6.6%
DIRECTOR GROWTH	5.0%	5.0%	5.7%	5.0%	-4.4%	5.3%	-11.9%	8.3%	3.5%	-2.7%	12.6%	15.4%

MAPA RENTABILIDAD / RIESGO

	CONSERVADORA			PRUDENTE			EQUILIBRADA			CRECIMIENTO		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12

Escala Riesgo ESG 1-7 **1 Menor** ← **Riesgo ESG** → **Mayor 7**

Riesgo ESG 1-7	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2
----------------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

Escala SRRI 1-7 **Menor** ← **Riesgo SRRI** → **Mayor**

Máximo Riesgo 95%	5.4%	5.8%	6.5%	7.4%	8.4%	8.8%	9.3%	9.8%	10.4%	11.2%	11.9%	12.8%
Riesgo Promedio (SRRI)	3.8%	4.1%	4.7%	5.3%	6.0%	6.5%	7.1%	7.7%	8.2%	8.8%	9.3%	10.0%
Riesgo Actual (SRRI)	5.2%	5.3%	5.9%	6.3%	6.8%	7.4%	8.1%	8.8%	9.4%	10.0%	10.5%	11.2%
Mínimo Riesgo 95% (SRRI)	3.1%	3.2%	3.6%	3.9%	4.3%	4.8%	5.3%	5.9%	6.3%	6.7%	7.1%	7.6%
Máximo Beneficio Hist. 3 años 99%	27.8%	29.8%	35.2%	40.4%	46.3%	50.0%	54.6%	59.6%	65.5%	73.0%	80.8%	89.1%
Máxima Pérdida Hist. 3 años 99%	-9.9%	-10.7%	-12.1%	-13.8%	-15.8%	-17.1%	-18.7%	-20.0%	-21.0%	-21.3%	-21.5%	-22.0%
Máximo Beneficio ult. 3 años 99%	6.1%	6.2%	7.3%	7.8%	8.5%	10.1%	12.0%	14.0%	15.8%	17.5%	19.2%	21.1%
Actual Ponderado	3.6%	3.6%	4.4%	4.5%	4.8%	5.9%	7.1%	8.6%	10.3%	12.3%	14.3%	16.5%
Máxima Pérdida ult. 3 años 99%	-10.5%	-11.2%	-12.6%	-14.2%	-16.0%	-17.2%	-18.7%	-20.0%	-21.1%	-21.9%	-22.7%	-23.7%
Actual Ponderado	-6.4%	-6.6%	-6.6%	-6.9%	-7.3%	-7.1%	-7.0%	-6.6%	-6.2%	-5.6%	-4.9%	-4.3%
Horizonte Temporal años	2.4	2.5	2.9	3.3	3.8	4.1	4.6	5.1	5.4	5.5	5.7	5.9
Registro Máximo 95%	7.5%	7.7%	8.3%	8.9%	9.6%	9.7%	9.8%	10.0%	10.5%	11.4%	12.5%	13.5%
Registro Mínimo 95%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.2%	-2.3%	-2.1%	-1.9%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.1%	-0.9%
Actual	-2.3%	-2.2%	-2.0%	-1.8%	-1.7%	-1.5%	-1.4%	-1.2%	-0.9%	-0.5%	-0.1%	0.3%
Horizonte Temporal Objetivos años	4.8	5.1	6.0	6.8	7.8	8.7	9.8	10.8	11.6	11.9	12.3	12.8
Registro Máximo 95%	5.6%	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.3%	6.4%	6.7%	7.2%	7.7%	8.2%
Registro Mínimo 95%	-1.0%	-1.0%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%
Actual	-0.9%	-0.9%	-0.6%	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.4%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	2.1%

Mínimo

Riesgo 95% Actual (SRRI)

	4.7%	3.3%	2.8%	4.8%
	8.1%	5.2%	3.3%	5.6%
	9.6%	8.1%	6.5%	9.4%
	13.4%	10.4%	7.9%	11.7%

Máximo

Beneficio último Hist. 3 años 99%

	23.6%	febrero-07
	40.8%	octubre-07
	55.6%	abril-06
	96.0%	mayo-07

Máxima

Pérdida último Hist. 3 años 99%

	-8.3%	mayo-20
	-13.8%	septiembre-20
	-23.8%	marzo-03
	-22.0%	julio-20

DIRECTOR BOND FOCUS	4.7%	3.3%	2.8%	4.8%
DIRECTOR INCOME	8.1%	5.2%	3.3%	5.6%
DIRECTOR FLEXIBLE	9.6%	8.1%	6.5%	9.4%
DIRECTOR GROWTH	13.4%	10.4%	7.9%	11.7%

	SRRI	Escala SRRI
Saldo c/c	< 0.5%	1
RF Corto Euro	1.7%	2
RF Largo Euro	2.8%	3
RF Internacional	4.2%	3
RF Mixta Euro	4.9%	3
RF Largo USD	6.4%	4
RF Corto USD	6.5%	4
RV Mixta Euro	8.0%	4
RF Convertibles	8.7%	4
RF Emergentes	8.8%	4
RF High Yields	8.8%	4

	SRRI	Escala SRRI
RV Euro	12.6%	5
RV Japón	14.7%	5
RV EEUU	15.1%	6
RV Oriente M.-N.África	15.5%	6
RV Europa	16.1%	6
RV Internacional	16.6%	6
RV Asia y Oceanía	17.7%	6
RV España	20.5%	6
RV Europa del Este	22.7%	6
RV Latinoamérica	27.5%	7
Acciones	25%-85%	7

COMPOSICION DE CARTERAS

31/12/2021		Renta Variable Neta Actual	Renta Variable Media Histórica	Renta Variable Euro	Renta Variable Europa	Renta Variable EEUU	Renta Variable Japón	Renta Variable Emergente	Renta Variable Sectorial	Renta Fija Euro	Renta Fija Alta Volatilidad	Renta Fija Dólar USA	Divisas
DIRECTOR BOND FOCUS		17.4%	5%	0.2%	0.1%	0.5%		0.3%	15.1%	15.7%	36.5%	16.7%	25.8%
DIRECTOR INCOME		43.5%	30%	0.2%	4.5%	10.1%	0.2%	6.4%	6.9%	19.6%	15.6%	4.9%	47.3%
DIRECTOR FLEXIBLE		60.7%	55%	9.3%	9.3%	7.5%	3.6%	14.0%	3.5%	15.9%	10.2%	6.5%	42.8%
DIRECTOR GROWTH		79.4%	80%	11.0%	8.8%	16.7%	2.0%	18.3%	7.2%	5.7%	2.3%	5.0%	49.7%
Variaciones mes anterior		variación								variación			
DIRECTOR BOND FOCUS		9.7%				-1.0%			15.1%	-2.7%	10.8%	-16.1%	-0.9%
DIRECTOR INCOME		6.2%		-0.2%	2.5%	0.9%		0.4%	3.3%	3.1%	3.4%	-8.1%	3.0%
DIRECTOR FLEXIBLE		2.6%		-11.1%	5.5%	-1.8%	0.2%	10.8%	-3.3%	9.0%	0.5%	-5.4%	0.3%
DIRECTOR GROWTH		4.2%		-6.5%	-0.4%	-0.8%	0.6%	8.1%	3.0%	1.6%	-1.6%	-0.5%	-5.9%

31/12/2021		Renta Variable Neta Actual	Renta Variable Media Histórica	Renta Variable Euro	Renta Variable Europa	Renta Variable EEUU	Renta Variable Japón	Renta Variable Emergente	Renta Variable Sectorial	Renta Fija Euro	Renta Fija Alta Volatilidad	Renta Fija Dólar USA	Divisas
CONSERVADORA													
1		23.5%	11%	0.6%	1.3%	2.3%	0.2%	1.9%	13.3%	16.3%	32.1%	14.4%	29.9%
2		26.4%	14%	0.9%	1.8%	3.1%	0.3%	2.7%	12.5%	16.5%	30.0%	13.4%	31.7%
3		32.1%	21%	1.7%	2.7%	4.6%	0.5%	4.3%	11.3%	16.2%	26.5%	11.9%	34.5%
PRUDENTE													
4		38.7%	28%	2.3%	3.9%	6.5%	0.8%	6.1%	9.5%	16.6%	21.8%	9.6%	38.6%
5		46.4%	36%	3.1%	5.3%	8.7%	1.0%	8.2%	7.5%	17.0%	16.4%	7.0%	43.4%
6		49.8%	41%	4.2%	5.9%	9.0%	1.4%	9.4%	7.0%	16.2%	15.0%	6.9%	43.5%
EQUILIBRADA													
7		54.1%	46%	5.7%	6.8%	9.3%	1.8%	10.9%	6.3%	15.4%	13.1%	6.6%	44.0%
8		58.1%	52%	7.1%	7.4%	9.7%	2.2%	12.3%	6.0%	14.2%	11.6%	6.6%	44.0%
9		62.2%	57%	8.1%	7.9%	10.6%	2.4%	13.6%	5.9%	12.9%	9.8%	6.4%	44.7%
CRECIMIENTO													
10		66.6%	63%	8.9%	8.2%	12.1%	2.3%	14.8%	6.2%	11.2%	7.9%	6.0%	46.0%
11		71.0%	69%	9.5%	8.4%	13.8%	2.2%	16.0%	6.5%	9.4%	5.9%	5.6%	47.4%
12		75.9%	75%	10.5%	8.7%	15.3%	2.1%	17.3%	6.7%	7.5%	3.8%	5.2%	48.7%

	CONSERVADORA			PRUDENTE			EQUILIBRADA			CRECIMIENTO		
	mes ant.	2 actual	variación	mes ant.	5 actual	variación	mes ant.	8 actual	variación	mes ant.	11 actual	variación
02/01/2022												
Renta Fija Monetario Euro	16.2%	13.4%	-2.9%	17.3%	13.1%	-4.2%	13.7%	9.4%	-4.3%	12.2%	8.2%	-4.0%
Renta Fija Corto Plazo Euro	3.5%	11.5%	7.9%	4.0%	9.8%	5.9%	1.6%	6.9%	5.4%	0.6%	2.9%	2.3%
Renta Fija Largo Plazo Euro	13.5%	5.1%	-8.5%	9.7%	7.2%	-2.5%	7.6%	7.3%	-0.3%	5.5%	6.5%	1.0%
Renta Fija Dinámica		0.0%			0.0%			0.0%			0.0%	
Renta Fija Corto EEUU	7.6%	6.5%	-1.1%	3.1%	2.4%	-0.7%	2.4%	1.7%	-0.7%	1.7%	1.0%	-0.7%
Renta Fija Largo EEUU	19.4%	6.9%	-12.5%	12.0%	4.6%	-7.3%	9.9%	4.9%	-5.0%	6.5%	4.6%	-1.9%
Renta Fija Alto Rendimiento	12.4%	20.5%	8.1%	7.3%	10.5%	3.2%	5.6%	7.0%	1.3%	3.4%	3.2%	-0.2%
Renta Fija Convertible	1.9%	1.1%	-0.7%	0.4%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
Renta Fija Emergente	3.2%	5.1%	1.9%	2.4%	5.0%	2.6%	2.4%	4.1%	1.7%	2.1%	2.6%	0.5%
Renta Fija Internacional	4.1%	3.2%	-0.9%	2.8%	0.7%	-2.2%	1.9%	0.4%	-1.5%	0.8%	0.1%	-0.7%
Renta Fija Mixta		0.0%			0.0%			0.0%			0.0%	
Renta Variable Mixta	0.3%	1.4%	1.1%	0.8%	1.0%	0.3%	1.8%	2.0%	0.2%	1.4%	1.5%	0.1%
Renta Variable Mixta Internacional		0.0%			0.0%			0.0%			0.0%	
Renta Variable España		0.0%			0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%
Renta Variable Euro	1.8%	0.9%	-0.9%	6.1%	3.1%	-3.1%	13.9%	7.1%	-6.8%	16.4%	9.5%	-6.9%
Renta Variable Europa	0.8%	1.8%	1.0%	2.7%	5.3%	2.5%	4.4%	7.4%	3.0%	7.2%	8.4%	1.2%
Renta Variable Europa del Este	0.3%	0.6%	0.3%	0.8%	2.3%	1.4%	0.3%	3.5%	3.2%	0.1%	5.6%	5.5%
Renta Variable EEUU	3.7%	3.1%	-0.6%	8.8%	8.7%	-0.1%	10.6%	9.7%	-0.9%	14.6%	13.8%	-0.9%
Renta Variable Japón	0.3%	0.3%	0.0%	0.9%	1.0%	0.1%	1.9%	2.2%	0.3%	1.7%	2.2%	0.5%
Renta Variable Asia y Oceanía	1.0%	1.7%	0.7%	3.4%	5.1%	1.7%	3.8%	7.3%	3.5%	6.4%	7.5%	1.1%
Renta Variable Global	1.8%	2.5%	0.8%	5.5%	7.6%	2.1%	6.5%	8.0%	1.5%	8.6%	10.0%	1.3%
Renta Variable Emergente Global	0.4%	0.4%	-0.1%	0.7%	0.6%	-0.1%	1.1%	1.2%	0.1%	1.5%	2.1%	0.5%
Renta Variable Latinoamérica		0.0%			0.1%	0.1%		0.3%	0.3%		0.8%	0.8%
Renta Variable Oriente Medio África	0.5%	1.4%	0.9%	1.8%	4.0%	2.3%	2.0%	3.1%	1.1%	3.1%	3.0%	-0.2%
Renta Variable Materia Primas		0.0%			0.0%			0.0%			0.0%	
Renta Variable Sectorial Crecimiento	1.2%	1.0%	-0.3%	3.6%	3.2%	-0.4%	4.5%	3.7%	-0.8%	4.5%	5.7%	1.2%
Renta Variable Sectorial Defensivo	5.8%	11.5%	5.7%	5.6%	4.3%	-1.3%	3.2%	2.3%	-0.9%	1.3%	0.8%	-0.5%
Renta Variable Corta Euro	0.1%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.4%	0.0%	-0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%
LIQUIDEZ	18.0%	18.9%	0.9%	19.3%	17.4%	-1.8%	14.5%	13.2%	-1.4%	12.5%	9.8%	-2.7%
RENTA FIJA	64.0%	54.8%	-9.1%	40.0%	36.4%	-3.6%	31.4%	29.4%	-2.1%	20.8%	19.9%	-1.0%
RENTA VARIABLE	18.0%	26.3%	8.2%	40.8%	46.2%	5.4%	54.0%	57.5%	3.4%	66.7%	70.4%	3.7%
DIVISAS	31.7%	31.7%		42.3%	43.4%	1.0%	44.8%	44.0%	-0.7%	51.1%	47.4%	-3.7%

COMITÉ DE INVERSIÓN 24 de diciembre de 2021

El porcentaje destinado a renta variable, renta fija de alta volatilidad, renta fija a largo y corto plazo viene determinado por las características individuales del inversor ajustadas por su perfil de riesgo e inversión.

GESTION DE RENTA VARIABLE

Nuestra posición en el mercado de renta variable para este mes es:

LIQUIDEZ - CORTOS1	*	0%	
LIQUIDEZ - CORTOS2	*	0%	
RV Internacional		5%	Disminuimos un -10% del segmento RV Internacional
RV Euro		15%	Aumentamos un 5% del segmento RV Euro
RV España		0%	
RV Europa		30%	Aumentamos un 25% del segmento RV Europa
RV EEUU		5%	Disminuimos un -10% del segmento RV EEUU
RV Japón		0%	Disminuimos un -5% del segmento RV Japón
RV Asia y Oceanía		0%	Disminuimos un -5% del segmento RV Asia y Oceanía
RV Europa del Este		0%	Disminuimos un -5% del segmento RV Europa del Este
RV Latinoamérica		0%	
RV Medio Oriente África		10%	Disminuimos un -5% del segmento RV Medio Oriente África
RV Emergentes Global		0%	
RV Sectores Crecimiento		0%	Disminuimos un -10% del segmento RV Sectores Crecimiento
RV Sectores Defensivos		5%	Disminuimos un -5% del segmento RV Sectores Defensivos
Repos	*	30%	Aumentamos un 25% del segmento Repos

* Abrir posiciones en derivados para hacer coberturas a la cartera y especialmente cuando actúen como inversión contra mercado requiere conocimiento profesional siendo aconsejable la ayuda de un asesor financiero.

GESTION DE RENTA FIJA DE MAYOR VOLATILIDAD

Nuestra posición en el mercado de renta fija de mayor volatilidad para este mes es:

RF Internacional	0%	Disminuimos un -10% del segmento RF Internacional
RF Convertibles	0%	
RF Emergentes	10%	Disminuimos un -10% del segmento RF Emergentes
RF Alto Rendimiento	30%	Disminuimos un -15% del segmento RF Alto Rendimiento
Cash3	60%	Aumentamos un 35% del segmento Cash3

GESTION DE LIQUIDEZ

La liquidez proveniente del exceso de volatilidad que se estime en renta variable, o de la fija de mayor volatilidad, es recomendable darle un tratamiento diferenciado, de acuerdo a la siguiente distribución:

RF LP DÓLAR USA	10%	Disminuimos un -20% del segmento RF LP DÓLAR USA
RF CP DÓLAR USA	10%	Disminuimos un -20% del segmento RF CP DÓLAR USA
RF Internacional	0%	
RF Convertibles	0%	
RF Emergentes	10%	Mantenemos posiciones
RF High Yields	20%	Disminuimos un -10% del segmento RF High Yields
RF LP Euro	50%	Aumentamos un 50% del segmento RF LP Euro
Repos	0%	

COMPROMISO SOCIAL

“Yo hago lo que usted no puede, y usted hace lo que yo no puedo. Juntos podemos hacer grandes cosas” Madre Teresa de Calcuta

Comenzamos con esta frase para levantar el ánimo en otro año complicado, para seguir construyendo sobre el pasado y para ilusionar con el futuro. Y es que todos y cada uno de nosotros somos capaces y debemos aportar algo positivo, puesto que la suma de las conductas de cada uno definirá lo que nos espera a la sociedad como conjunto. El inicio de año es el mejor momento para renovarse, para abrir las ventanas y ventilar, para iniciar ese pequeño acto que tenemos ya pensado, pero aún no hemos ejecutado. Es el momento de ¿donar juguetes, libros y ropa que ya no utilizamos? ¿hacerse donante de sangre? ¿apoyar el proyecto educativo de algún joven familiar? ¿asociarse a una ONG? ¿comenzar a reciclar? Y procurar que sea recurrente dentro de nuestras posibilidades.

Este año hemos hecho un importante esfuerzo por mantener los compromisos de colaboración con las organizaciones sociales que apoyamos y sus diferentes proyectos a nivel local e internacional. Hemos mantenido firme nuestro compromiso de repartir el 20% de los beneficios en este tipo de colaboraciones sociales, y así lo hemos hecho.

Nepal – Educación e inserción laboral: Formación, Mentoring y Emprendimiento

Este proyecto ha sido con diferencia con el que más nos hemos comprometido y al que más recursos hemos dedicado y, durante 2021 se han logrado hitos muy importantes derivados de la propia evolución del proyecto que nos llenan de energía para continuar.

Recordamos que desde 2013 venimos apoyando el proyecto educativo Fresh Nepal con implicación directa en la gestión, proporcionando formación y protección a jóvenes sin recursos de las regiones más remotas de Nepal. En 2017 finalizó la fase de cooperación institucional co-financiada por la ONG luxemburguesa CHL y, desde ese momento, hemos continuado apoyando a los beneficiarios en su formación profesional y emprendedora. Para ello ha sido necesario coordinar un plan de actuación junto con sus familias y otros profesionales de la cooperación locales para facilitar su inclusión socio-laboral.

Suraj Sunar, uno de los beneficiarios más antiguos y desprotegidos dadas sus condiciones familiares, que conocemos personalmente, continúa trabajando en el resort de Ecoturismo de Sauraha. La actividad turística en Nepal todavía no ha alcanzado los niveles pre-pandemia pero se espera una recuperación paulatina a medida que avanza la vacunación en los diferentes países y se relajan las medidas para viajar, salvo en casos puntuales. En Nepal, uno de los sectores con mejores oportunidades es el del turismo y el buen nivel de inglés de Suraj esperamos le permita desarrollar una carrera dentro del sector.

Por otro lado, la granja de pollos que gestiona la familia de Suraj en su pueblo, a pocos kilómetros de dicho resort continúa criando y vendiendo camadas de pollos. No obstante, los ingresos generados apenas son suficientes para cubrir los costes de

producción, por lo que este ejercicio 2022 se hará una evaluación financiera de la situación al objeto de determinar las próximas actuaciones.

En 2020 Janam Rai terminó el Bachillerato en Kathmandu y era el momento de comenzar su experiencia internacional pero la pandemia dificultó la obtención de los permisos necesarios y las posibilidades de viajar como estudiante. En 2021, con mucho esfuerzo en todos los sentidos se ha podido tramitar satisfactoriamente el visado correspondiente y ha comenzado sus estudios de Grado Superior en Diseño de Aplicaciones Multiplataforma, una formación con elevada demanda por parte de las empresas, especialmente para aquellos que dominan el inglés. También se ha incorporado a clases de castellano con el objetivo de conseguir la fluidez necesaria para desenvolverse profesionalmente en el plazo de 2 años que duran los estudios.

Los otros dos alumnos incluidos en el programa de Mentoring en el que, junto con el apoyo de sus familiares cercanos, aconsejamos y orientamos sobre las mejores oportunidades con el objetivo de conseguir su independencia y facilitar su inserción laboral.

Dinesh Dadal continúa estudiando Cambridge International A-levels de Ciencias Naturales en Trinity International College. El curso se ha desarrollado este año con clases virtuales y presenciales siguiendo la normativa local. Es el alumno más aventajado por su inquietud intelectual, es miembro de una ONG local para la protección del medio ambiente y participa activamente en las tareas de la comunidad local de Scouts, en el que realizan actividades formativas para los más jóvenes, por ejemplo, sensibilización para la protección del medio ambiente.

Subash Dobal también ha conseguido un hito importante durante 2022. No siendo un alumno especialmente brillante en materia de estudios, ha conseguido superar todas las asignaturas de Bachillerato con una nota media de 78,5%. En estos momentos está analizando diferentes ofertas formativas relacionadas con un ciclo de Formación Profesional en el ámbito de las ciencias informáticas en Kathmandú.

HME: Promoción de la cultura y la espiritualidad

En 2021 la evolución de este proyecto ha sido exponencial. La inscripción de HME en el Registro de Entidades Religiosas en octubre de 2021 abrió las puertas a disponer de una estructura oficial para poder canalizar y desarrollar las ideas y proyectos de los miembros.

El proyecto más destacado ha sido el Libro Solidario Kita la Mariquita, cuyo éxito está siendo espectacular y, junto a la campaña navideña de calendarios solidarios, ha permitido enviar ayudas a los proyectos que la asociación tiene en marcha en Junín y a comenzar a planificar otra serie de actividades en Madrid que darán mayor visibilidad a la asociación.

En este proyecto, aportamos nuestro conocimiento técnico y administrativo para soportar la estructura de la asociación y dotarla de las herramientas necesarias para su funcionamiento.

Fundación Xaley: Empoderamiento de la juventud y las mujeres

Se trata de un proyecto ejecutado y gestionado por la Fundación Xaley con el objetivo de dotar de herramientas y conocimientos a colectivos vulnerables en varios lugares de Senegal, con principal hincapié en las mujeres como principales motores del cambio en la sociedad. En este caso, nuestra participación se limita al ámbito financiero.

Asociación Adisli: Inclusión social de personas con discapacidad intelectual ligera

ADISLI ofrece oportunidades y facilita la inserción social de personas con discapacidad intelectual ligera o inteligencia límite para que puedan desarrollar sus proyectos de vida, acompañados por su familia y su red de apoyos.

Médicos sin fronteras (MSF): Ayuda humanitaria

Apoyamos financieramente a MSF, una organización que asiste a poblaciones en situación precaria y a víctimas de catástrofes y de conflictos armados. Toda la información sobre sus proyectos se puede consultar en su página web oficial. Son una de las organizaciones más transparentes en cuanto a la rendición de cuentas se refiere y cuyos ingresos principalmente provienen de donantes privados, con lo que disponen de libertad suficiente a la hora de tomar decisiones sin verse afectada por compromisos de otro tipo.

Fundación Museo Naval: Cultura y preservación del patrimonio histórico

En 2019 por segundo año consecutivo renovamos nuestro compromiso como miembros colaboradores del Museo Naval, contribuyendo a la difusión del patrimonio histórico y de la Cultura Naval.

Patronato de Huérfanos de la Armada (PAHUAR): Formación y juventud

Apoyamos financieramente a El Patronato de Huérfanos de la Armada (PAHUAR), una asociación benéfica particular cuya finalidad es atender a la formación y sostenimiento de los huérfanos de sus asociados para ayudarles a crearse un porvenir.

“Las pequeñas cosas son las responsables de los grandes cambios”. Paulo Coelho.

RESUMEN

“Nos piden ser capaces de predecir lo que va a pasar mañana, el mes próximo y el año que viene; y de explicar después por qué fue que no ocurrió lo que se predijo” Wiston Churchill

	Estimado 2021		2021	Estimado 2022		
Renta Variable Mixta Internacional	-13%	+	27%	16.4%	-15%	+ 9%
ESTRATEGIA GROWTH	-9%	+	35%	5.0%	-13%	+ 29%
Renta Variable Mixta	-12%	+	16%	9.0%	-11%	+ 9%
ESTRATEGIA FLEXIBLE	-10%	+	23%	-3.2%	-9%	+ 23%
Renta Fija Mixta	-4%	+	11%	3.6%	-4%	+ 9%
ESTRATEGIA INCOME	1%	+	17%	-0.2%	-6%	+ 17%
Renta Fija Largo Euro	-1%	+	10%	-2%	0%	+ 12%
ESTRATEGIA BOND FOCUS	0%	+	15%	-1%	3%	+ 15%

“Insisto en que no hago predicciones, me limito más bien a observar lo que ha ocurrido desde el año 1637, cuando los especuladores holandeses vieron en los bulbos de los tulipanes la mágica rueda de su fortuna” (John K. Galbraith)

	Máxima Pérdida temporal prevista 95% probable	Pérdida Cero 95% probable
ESTRATEGIA CS QUANT 2	5%	3 años
ESTRATEGIA CS QUANT 5	10%	4 años
ESTRATEGIA CS QUANT 9	15%	6 años
ESTRATEGIA CS QUANT 12	20%	6 años

El cisne negro de marzo 2020 eleva hasta 5 años la preservación de capital de las carteras más cercanas a la Renta Fija.

	Superar en Rentabilidad a	95% probable
ESTRATEGIA CS QUANT 2	RF MIXTA EURO	0 años
ESTRATEGIA CS QUANT 5	RV MIXTA EURO	10 años
ESTRATEGIA CS QUANT 9	RV MIXTA INTERN	10 años
ESTRATEGIA CS QUANT 12	MSCI WORLD EUR	10 años

Otros datos de interés actualizados:

La Renta Fija Largo Euro necesita 19 años para conseguir un 2.7% anual con un 95% de probabilidad y 2.5 años para la preservación de capital.

La Renta Fija Mixta Euro necesita 25 años para conseguir un 2.7% anual con un 95% de probabilidad 4 años para la preservación de capital.

La Renta Variable Mixta necesita 31 años para conseguir un 3.9% anual con un 95% de probabilidad y 7 años para la preservación de capital.

La Renta Variable Euro necesita 23 años para conseguir un 3.5% anual con un 95% de probabilidad de 14 años para la preservación de capital.

El MSCI World Eur necesita 24 años para conseguir un 3.9% anual con 95% de probabilidad y 15 años para la preservación de capital.

ESTRATEGIA GROWTH

[inicio](#)

Decíamos a principios de año de 2021:

“En las previsiones para 2021, la Renta Variable Mixta Internacional puede oscilar entre el (-12.5%) y el +27.4%, mientras que GROWTH podría oscilar entre el -8.6% y +35.3%.”



Un año muy complicado, que, aunque se ha resuelto positivamente con una rentabilidad ligeramente por encima del 5%, con una referencia de libre mercado que ha conseguido un 12.6%, las causas descritas en el apartado visión global ofrecen los datos para tratar de comprender.

Desde el punto de vista cuantitativo el riesgo ha sido extremo con restricciones de VaR desde marzo hasta agosto y sujeto a coberturas de la cartera durante todo el año, ante una situación de anomalía estadística improbable, pero que se ha producido. Las coberturas han dado pérdidas que no han sido compensadas con las subidas, bien sea por la aleatoriedad, pero también por la descorrelación de la subcarteras de USA, Asia y Japón e incluso la misma zona euro y Europa con el EuroStoxx.

Lo que si se ha conseguido con éxito es el control del riesgo, que se situado en el entorno del 11.5%.

Un año más la gestión indexada supera a la activa y con ella hubiéramos obtenido un 20.7% con un nivel de riesgo similar.

La correlación en los tres últimos años con el mercado ha sido del 0 y el 0.4 este año.



Las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros

Los resultados se encuentran dentro de lo esperado, los límites, como está explicado al inicio son estadísticos con mucha precisión, pero las horquillas necesariamente son muy amplias.

Veremos momentos extremos en algún momento ante tanta anomalía.

En las previsiones para 2022, la Renta Variable Mixta Internacional puede oscilar entre el (-14.9%) y el +9.1%, se recorta ampliamente la posibilidad de incrementos desmesurados, mientras que GROWTH podría oscilar entre el (-12.5%) y +28.5%.

ESTRATEGIA FLEXIBLE

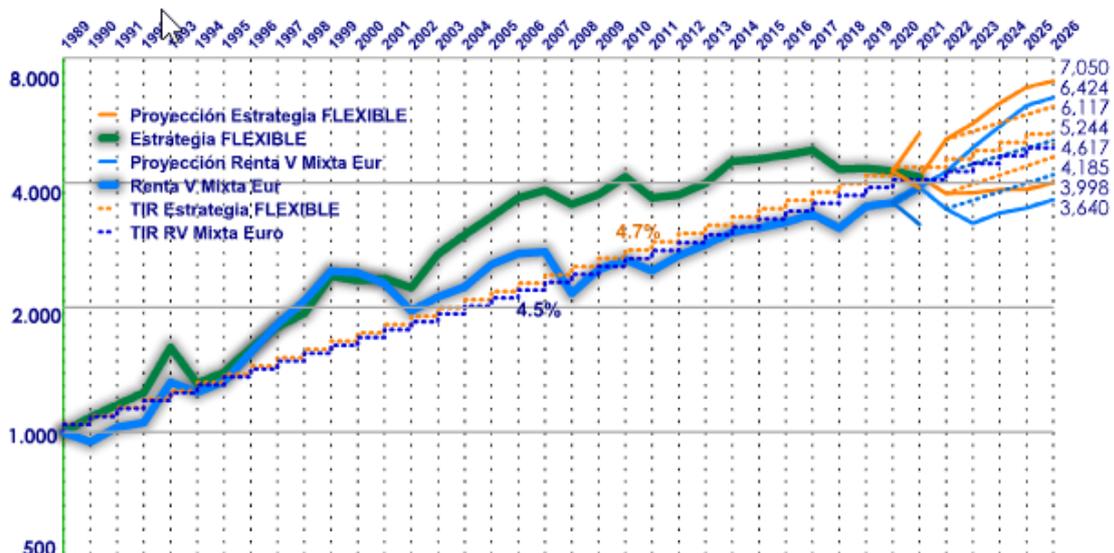
[inicio](#)

Decíamos a principios de año de 2021:

“La Renta Variable Mixta en 2021 oscilaría entre el (-11.8%) y el +16.1%, mientras que la estrategia entre el (-10.3%) y el +23.3%.”



El mayor conservadurismo de esta estrategia con mayores coberturas, le ha llevado a terminar el año con un negativo del (-3.2%) y la referencia con un 9%.



Las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros

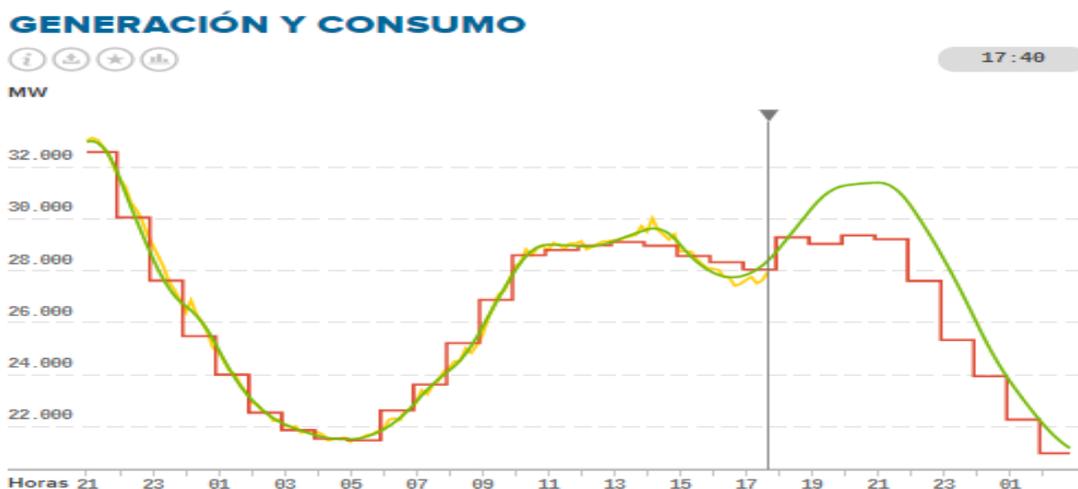
Aunque todavía supera a la referencia en el largo plazo, está próximo a igualarse con una tendencia histórica del 4.7% de la Estrategia Equilibrada siendo un 4.5% el resultado de la Renta Variable Mixta Euro.

No tenemos argumentos más allá de los comentados. Este año ha sido un año más donde desconocer el riesgo es más rentable y pide recordar la cita de cuando la irracionalidad dura más que la solvencia.

Tanto GROWTH como FLEXIBLE obtuvieron un Premio Salmón de Expansión a las carteras mixtas en 2011, tres años después de gestionar la crisis de 2008. La ventaja obtenida entonces se ha ido diluyendo y tenemos confianza en que serán refugio en las circunstancias extremos que están por vivir y por qué no encantados de recibir de nuevo el galardón.

La Renta Variable Mixta en 2022 oscilaría entre el (-11.3%) y el +8.9, mientras que la Estrategia entre el (-8.7%) y el +23.1%.

Se está produciendo una anomalía probabilística que no prevemos que se regularice hasta 2024, eso dicen los datos. El efecto de las políticas monetarias ha distorsionado la realidad, como lo está haciendo diariamente los mecanismos de regulación de los precios de la luz PVPC ver <https://www.esios.ree.es/es/pvpc> no se necesita ser experto para apreciar la manipulación que se está haciendo, no hay ninguna correlación de los precios con la generación y el consumo de energía. Se está convirtiendo en un tema para la fiscalía, como se logre evidenciar una correlación de la alteración de los precios con el incremento de los beneficios normalizados al consumo, por mucha protección de Bruselas que debería sumarse a la causa.



ESTRATEGIA INCOME

[inicio](#)

Decíamos a principios de año de 2021:

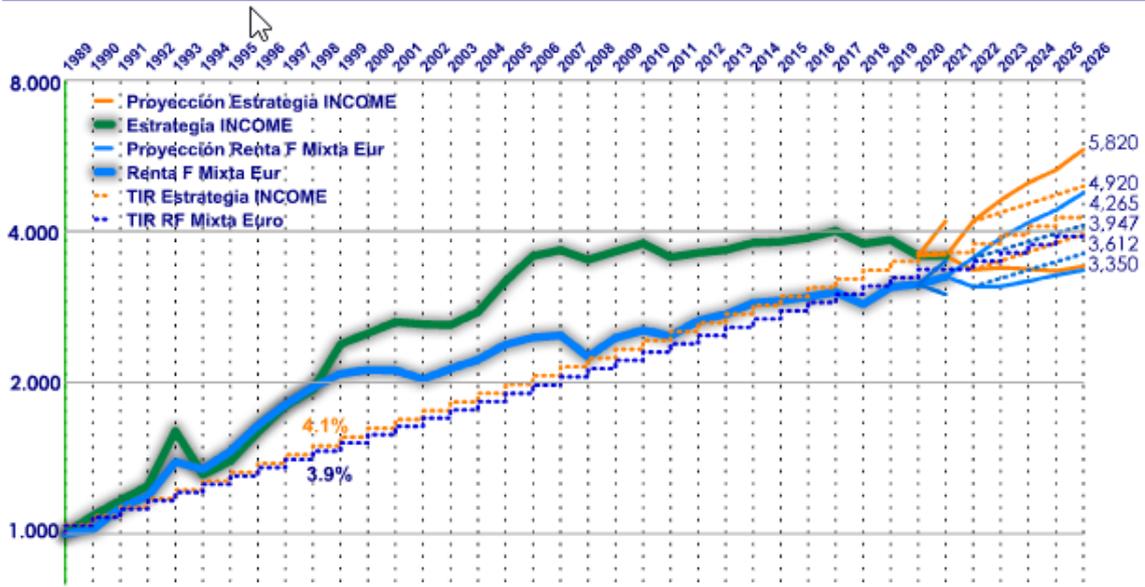
“Esperamos comportamiento de la Renta Fija Mixta entre el (-4.4%) y +11.4%, en la que la Estrategia INCOME en positivo podría oscilar entre el +0.8% y el +17.3%”.



Nos hemos quedado fríos con un resultado negativo de (-0.2%) cuando esperábamos algún positivo por pequeño que fuese. La referencia de Renta Fija Mixta logra un positivo de 3.6% a pesar el comportamiento negativo de la Renta Fija y contra la Liquidez que a final de año ha llegado al (-0.75%).

Es en este sector dónde mayor influencia tiene el BCE, aunque ha disminuido mucho con respecto al pasado año. Sus incrementos de balance, ha inyectado más del 21%, han modificado absolutamente el tradicional precio de los bonos. Curiosamente la actitud inversa que provocó la crisis de las preferentes que fue un cataclismo, como lo será esta regularización.

Ha comenzado ya la gestión de la Liquidez en el corto plazo y con baja volatilidad, empiezan a ser accesibles productos con retornos positivos, aunque en su gestión interna la sofisticación, coberturas sobre el dólar y quizá la falsa estabilidad puedan resultar también engañosas.



Las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros

Esperamos un comportamiento de la Renta Fija Mixta entre el (-4.4%) y +8.8%, en la que la Estrategia INCOME podría oscilar entre el (-6.1%) y el +17.2%.

ESTRATEGIA BOND FOCUS

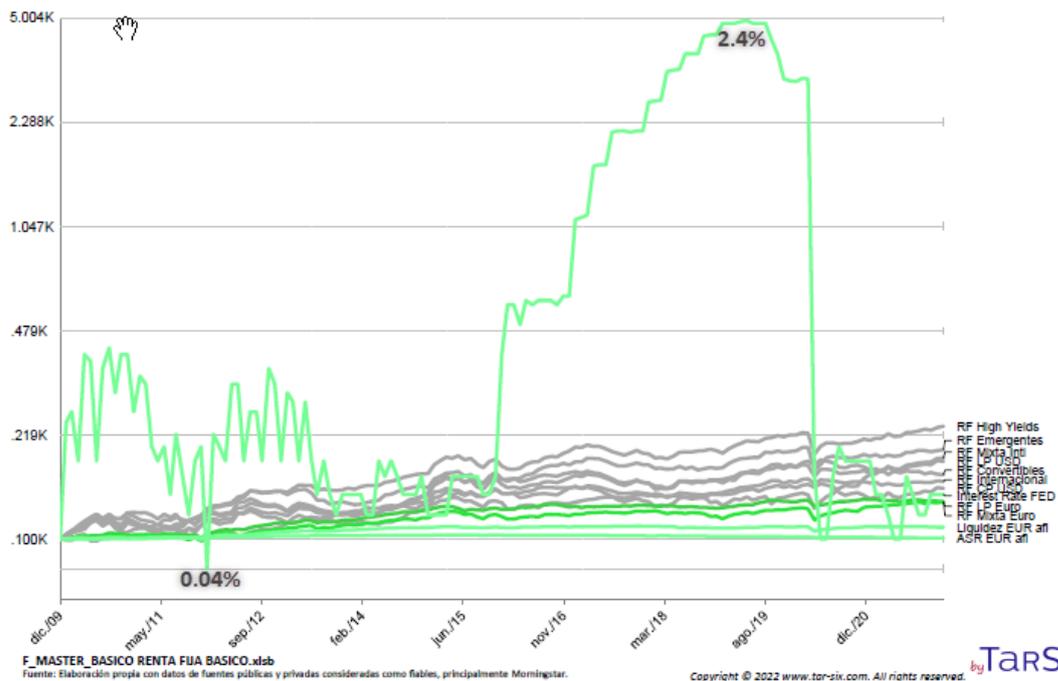
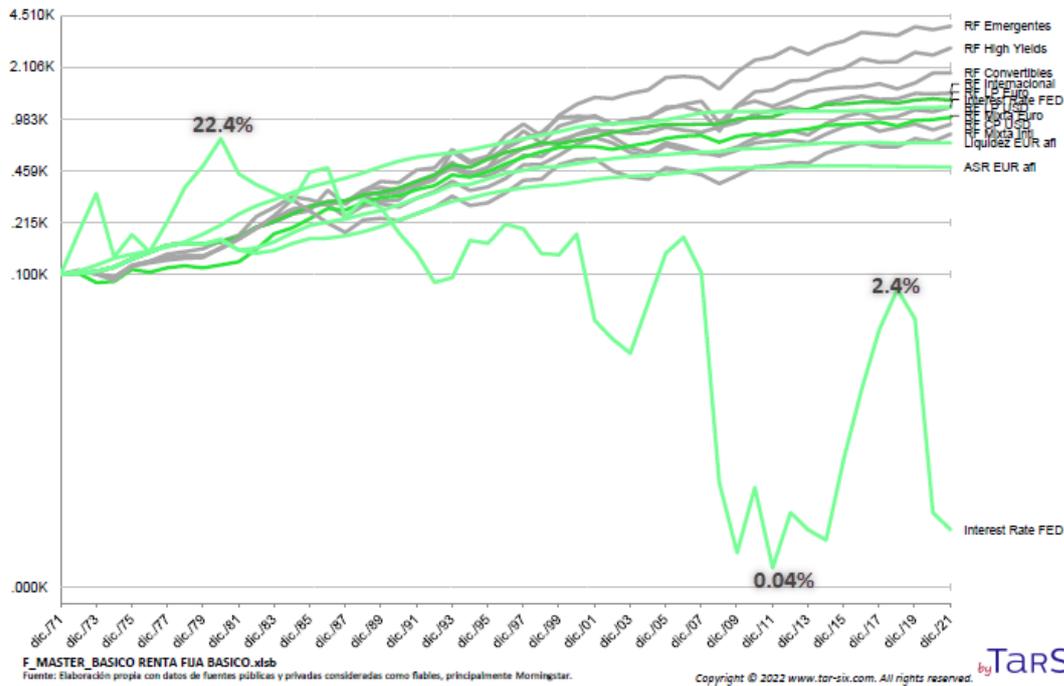
[inicio](#)

Decíamos a principios de año de 2021

“La Renta Fija a Largo puede oscilar el próximo año entre el (-1.3%) y el +10.1%, mientras que la Estrategia BOND FOCUS lo podría hacer entre el 0% y el +15.4%.”

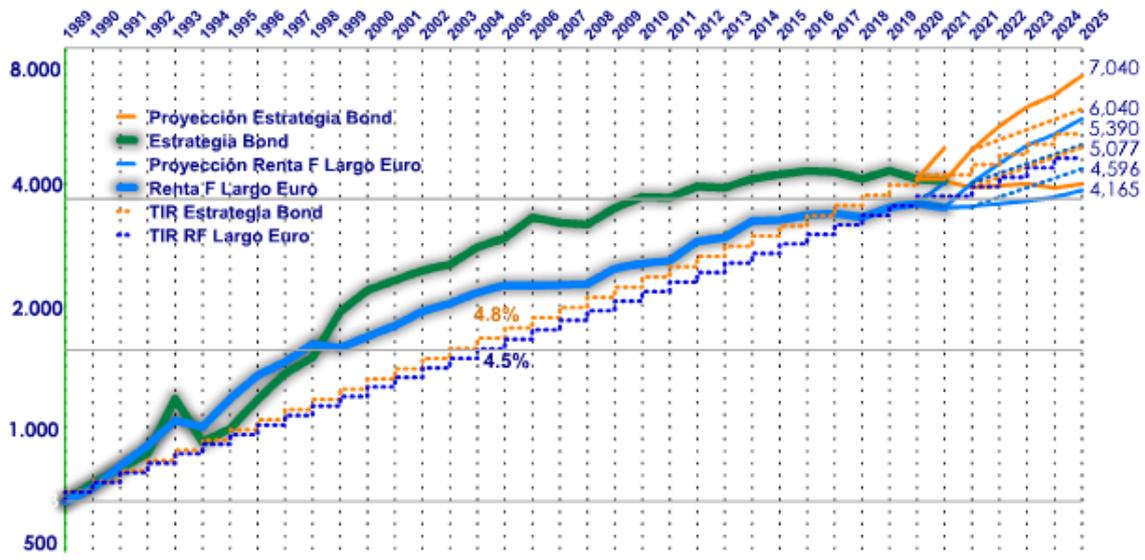


¿Se ha gestionado bien la política monetaria? La respuesta posiblemente más acertada es que todavía no sabemos. Hemos juntado dos crisis modificando sus efectos, con la premisa de “vamos a arreglar lo de hoy y mañana ya veremos”.



El camino de una posible normalización de la economía se frustró en 2016 y la pandemia ha venido a complicar lo mal andado.

Renta Fija	ene.-21	feb.-21	mar.-21	abr.-21	may.-21	jun.-21	jul.-21	ago.-21	sep.-21	oct.-21	nov.-21	dic.-21
Intnal	3.2%	1.6%	1.2%	2.7%	3.0%	5.5%	1.9%	1.9%	6.2%	9.2%	23.0%	37.5%
Convert	38.1%	40.8%	48.8%	12.8%	34.6%	16.1%	30.2%	30.2%	10.9%	7.1%	12.8%	2.6%
Emerg	3.5%	2.9%	3.0%	5.9%	6.5%	7.8%	5.5%	5.5%	9.6%	3.5%	3.5%	3.6%
HYield	0.7%	1.5%	6.4%	21.7%	9.3%	14.2%	18.6%	18.6%	21.5%	30.6%	14.5%	14.8%
LargoP €	18.3%	24.2%	16.8%	25.2%	13.1%	10.4%	4.8%	4.8%	9.8%	5.5%	7.5%	15.3%
CortoP €	34.6%	26.8%	20.9%	27.5%	28.7%	40.3%	35.2%	35.2%	36.3%	43.0%	27.3%	18.4%



Las previsiones no son un indicador fidedigno de resultados futuros

La Renta Fija a Largo puede oscilar el próximo año entre el +0.5% y el +11.9%, mientras que la Estrategia BOND FOCUS lo podría hacer entre el (-2.8%) y el +15.43.

Estos resultados probabilistas son imposibles en la Renta Fija a Largo, una muestra más de la anomalía actual y tenemos que encontrar la nueva normalidad en un terreno desconocido, sin datos fiables. Ese es el trabajo que estamos haciendo, aprendiendo de la experiencia y buscando refugio mientras tanto.

