

## Carta trimestral, abril 2021

**T**ras un 2020 nefasto en muchos aspectos, el 2021 se presenta como el año de la recuperación económica a nivel global. A pesar de la nueva ola de contagios del primer trimestre, la economía sigue mejorando y los mercados descuentan ya la vuelta a la normalidad en los próximos meses.

El creciente éxito en los programas de vacunación, por un lado, y los continuos apoyos monetarios y fiscales, por otro, explican la fuerte mejoría en la confianza de los agentes económicos y, con ella, la recuperación de la actividad y del empleo.

Seguramente, la señal más visible de este cambio de expectativas es el movimiento de los tipos de interés a largo plazo en EE.UU. El “T Note”, el bono del Tesoro americano a 10 años, que cerró el año en niveles del 0,92%, cotiza ya en niveles del 1,74%. Aproximadamente, la mitad de este movimiento se debe a un aumento en los tipos de interés reales, mientras que la otra mitad se explica por mayores expectativas de inflación. Ambos son indicadores de una mayor confianza en la economía.

Este repunte de los tipos de interés está siendo mucho más acentuado en EE.UU. que en Europa, en gran medida por la continuada intervención del BCE, que quiere evitar a toda costa un endurecimiento prematuro de las condiciones financieras. La subida de tipos supone un lastre para la evolución de los activos de renta fija, con un mayor impacto cuanto mayor es la duración del activo. Este factor explica que los principales índices de renta fija acumulen pérdidas del entorno del 3% en el año.

La recuperación económica en un entorno de muy bajos tipos de interés sigue favoreciendo a la renta variable, que se ha revalorizado algo más de un 4% a nivel global durante este primer trimestre, al tiempo que continúa el movimiento de rotación que venimos viendo desde el pasado mes de noviembre. Las empresas con negocios cíclicos, más expuestas a la evolución de la actividad y, en particular, las que más se vieron afectadas por el parón de la economía como consecuencia del Covid, son las que

más fuerte han rebotado. Las que tienen negocios más defensivos y de mayor estabilidad, sin embargo, se han quedado atrás, penalizadas por la mencionada rotación sectorial y los tipos de interés más altos.

Por fin, la bolsa europea se está comportando significativamente mejor que la americana (+10% vs +6% en el primer trimestre del año). Esta diferencia tiene su explicación en la diferente composición sectorial (la bolsa europea tiene más sesgo hacia compañías cíclicas) y en la apreciación del dólar, que acumula un 4% frente al euro en el trimestre favorecido por el creciente diferencial de tipos entre ambas áreas geográficas.

A nivel sectorial, cabe destacar la divergencia entre la tecnología y los bancos. Mientras el Nasdaq, el gran motor de la bolsa americana en la última década, ha subido solo un 2,8%, el sector bancario ha experimentado subidas del entorno del 25% a nivel mundial, favorecido por el repunte de tipos, las perspectivas de una mayor laxitud regulatoria y que partíamos de una cierta infrponderación en las carteras de los inversores.

\*\*\*\*\*

**E**n general, nuestros fondos se han comportado bastante bien en este comienzo de año. La mayoría de nuestros productos de renta fija han conseguido resultados positivos a pesar de las subidas de tipos. Esto ha sido posible debido a la buena selección de activos (lo que en la jerga del mercado se llama *alfa*) y a la exitosa utilización de coberturas frente a las subidas de tipos e inflación.

En los productos de renta variable, hemos sabido sacar partido de nuestra apuesta por los valores de vuelta a la normalidad y de algunas oportunidades que nos ha dado el mercado y que comentaré más adelante.

Finalmente, los productos mixtos, que combinan posiciones en distintas tipologías de activos, se han beneficiado de la preferencia por la renta variable frente a la renta fija y de los buenos resultados obtenidos por los equipos que gestionan cada uno de esos activos.

\*\*\*\*\*

**E**l gran debate que centra la atención de los mercados es si vamos a ver un repunte sostenido de la inflación o no, y cuál va a ser la reacción de los bancos centrales si se llegase a producir.

El consenso de Bloomberg indica que la inflación interanual alcanzará un pico del 2,9% en EE.UU. durante el segundo trimestre de 2021 y del 2,1% en la Eurozona durante el tercero. Esto no debería sorprender a nadie; hace un año por estas fechas las economías desarrolladas estaban en una situación de parálisis que hace que cualquier comparativa interanual sea muy favorable. Además, hay factores técnicos, como la eliminación de la rebaja del IVA en Alemania a partir de julio, que son bien conocidos.

La cuestión es si la consolidación de la recuperación económica en un contexto de fuertes programas de apoyo monetario y, sobre todo, fiscal, va

a hacer que las expectativas de inflación sigan subiendo en los próximos trimestres.

Los bancos centrales llevan tiempo insistiendo en que el repunte de la inflación que vamos a ver a corto plazo es coyuntural y que no hay motivos para pensar en un incremento sostenido que requiera un cambio en sus actuaciones de política monetaria. Argumentan que la economía todavía está funcionando muy por debajo de su potencial y que tardaremos años en alcanzar el nivel de actividad a partir del cual la escasez de recursos (principalmente mano de obra) pueda generar presiones inflacionistas duraderas.

El mercado, sin embargo, parece no estar convencido. La inflación americana a 10 años cotiza ya en niveles del 2,50%, y el *cinco-cinco*, el indicador de la inflación a cinco años dentro de cinco años (el más comentado por la FED), en el 2,20%. En la Eurozona esos datos son algo más bajos (1,38% y 1,55%, respectivamente), pero también han subido considerablemente en los últimos meses.

Y todo esto es muy relevante porque en los últimos 30 años, los tipos de interés de intervención, el activo libre de riesgo sobre el que se asientan todas las valoraciones del resto de activos financieros, siempre han estado muy ligados a las expectativas de inflación.

Muchos argumentan que, si las expectativas de inflación que descuentan los mercados se confirman, los tipos de interés son excesivamente bajos y los bancos centrales deberían subirlos, con las consecuencias negativas que eso puede llevar aparejadas para el resto de activos. Pero este es un tema de mucho debate y controversia.

Por un lado, porque los bancos centrales (y en particular la FED) nos han anunciado un cambio en su función de reacción. Su objetivo no es ya mantener la inflación por debajo del 2%, sino conseguir que, en promedio, se sitúe en el 2%, lo que implica que deberá estar por encima de ese límite durante parte del ciclo. Esto nos lleva a pensar que la relación de causalidad entre inflación y tipos de interés es ahora menos clara.

Otros pensamos que, como ya hicieron en el pasado, y aunque ahora lo nieguen abiertamente, los bancos centrales no van a subir tipos mientras el nivel de endeudamiento de los gobiernos sea tan elevado como el actual. A fin de cuentas, la manera más sencilla de reducir el exceso de deuda es mantener bajos los costes de financiación en un contexto inflacionario que vaya erosionando el valor real de la deuda poco a poco (lo que se ha denominado represión financiera).

Claro que este último argumento presupone la necesidad de lograr un equilibrio fiscal a medio plazo, tesis que a estas alturas ya no todo el mundo comparte.

Sea como fuere, lo que parece que todavía nadie pone en duda es que una subida de los tipos de interés (reales) sería mala para los mercados. En la

renta fija, porque claramente un bono que paga un 1% de cupón en un mercado donde los tipos están al 2% debe cotizarse por debajo de la par. Y en el resto de activos, porque cualquier comparativa de valoración toma como referencia la renta fija; si con los tipos al 1% la rentabilidad que le exigimos a un activo de riesgo es del 3%, por ejemplo, con los tipos al 2% deberíamos exigirle un 4%, por lo menos.

\*\*\*\*\*

**L**os mercados de renta variable viven siempre pendientes de dos variables principales: la evolución de los beneficios empresariales y el nivel de los tipos de interés (la tasa de descuento).

El S&P 500, el índice más representativo de la bolsa americana, ha cerrado el primer trimestre de 2021 en la barrera de los 4.000 puntos, un 23% por encima de los 3.230 puntos a los que cerró 2019.

Esta subida que, tras una crisis global que no tiene precedente desde la Segunda Guerra Mundial, puede parecer exagerada, quizás no lo es tanto si tenemos en cuenta que los beneficios esperados para 2022 van a estar, aproximadamente, un 23% por encima de los del 2019 (\$200 en el 2022 vs \$163 para el 2019), y que los tipos de interés a largo plazo son algo más bajos que entonces (1,74% ahora vs 1,91% a cierre de 2019).

Puesto de otro modo, si a final de 2019 la bolsa americana cotizaba a un PER de 19,8 veces (3.230/163), ahora cotiza a un PER de 20,10 veces, utilizando los beneficios esperados para el 2022.

Es cierto que, en ambos casos, la prima de riesgo, calculada como la rentabilidad implícita de la bolsa (el inverso del PER) menos la rentabilidad del bono a 10 años, se sitúa en la parte baja del rango histórico. Sin embargo, en un contexto de tipos de interés de corto plazo en mínimos, donde el ahorro debe desplazarse hacia activos de mayor riesgo en busca de rentabilidad, es normal que todas las primas de riesgo sean bajas.

Nosotros pensamos que, mientras los tipos de interés no cambien sustancialmente (y aquí reside el principal debate) y los beneficios sigan creciendo con la economía, las bolsas deberían estar soportadas.

\*\*\*\*\*

**E**l contexto de bajos tipos de interés explica, en gran medida, que las primas de riesgo se sitúen en la parte baja de sus rangos históricos para la gran mayoría de los activos.

Los tipos de interés cero, o incluso negativos, desplazan el ahorro desde las inversiones de menor riesgo (activos monetarios) hacia otros de mayor riesgo en busca de rentabilidad. Esta presión compradora hace subir sus precios, reduciendo su rentabilidad esperada. Pero también genera algunos efectos de segundo orden que tenemos que vigilar de cerca porque pueden

ser indicadores de cierto sobrecalentamiento en los mercados.

El primero de estos efectos es un aumento desmesurado de las posiciones en ciertos activos especulativos. Quizás el ejemplo más claro sea la evolución del Bitcoin, que después de subir un 94% en 2019 y un 305% en 2020, ya acumula una apreciación del 100% en lo que va de 2021.

Sin entrar a valorar las posibles ventajas de las criptomonedas como alternativa a otros valores refugio más tradicionales, como el oro, lo cierto es que estos datos hacen recordar otras situaciones que en el pasado nunca han terminado bien (¿se acuerdan de Terra?).

También estamos viendo algunos comportamientos que podrían indicar excesiva complacencia, tanto entre inversores minoristas como mayoristas.

La aparición de plataformas digitales que incitan a jugar en bolsa a inversores minoristas poco experimentados, llegando incluso a ofrecer contratación gratuita, debería ser fuente de preocupación para los reguladores, sobre todo cuando datos publicados por algunas de ellas confirman que una inmensa mayoría de sus clientes terminan perdiendo buena parte de su dinero.

Por su parte, la proliferación de la inversión en *SPACs* (compañías “cheque en blanco”), donde inversores institucionales están colocando importantísimas cantidades de dinero sin conocer bien ni en qué se va a invertir ni cómo se van a repartir las posibles futuras ganancias, podría indicar falta de disciplina.

Por último, algunos indicios apuntan también a un excesivo apalancamiento por parte de algunos inversores y quizás poco celo por parte de quienes tienen que vigilar que esto no se produzca. Así, entre las noticias más comentadas en los mercados durante las últimas semanas, destaca la de Archegos Capital, un importante *hedge fund* americano cuya quiebra ha generado pérdidas mil millonarias entre varios bancos de inversión.

Hasta ahora, ninguna de estas situaciones ha tenido implicaciones sistémicas, pero es parte de nuestro trabajo vigilarlas y tratar de extraer lecciones que nos ayuden en la toma de decisiones de inversión.

\*\*\*\*\*

**E**n este contexto, mantener la disciplina de inversión suele generar los mejores resultados a largo plazo. La baja rentabilidad de la renta fija nos ha llevado a aumentar los niveles de liquidez de estos productos a la espera de una mejor oportunidad. Como vimos hace un año, a veces las situaciones más inesperadas generan las mejores oportunidades. Solo teniendo liquidez las podremos aprovechar. Entre tanto, el coste de oportunidad de no estar invertidos al 100% es muy reducido.

En renta variable seguimos trabajando para encontrar aquellas compañías

que mejor rentabilidad nos puedan dar en el medio y largo plazo. En unos casos, cuando pensamos que el mercado está infraestimando el valor de sus activos o sobreestimando los riesgos, esto implica invertir en compañías que cotizan a múltiplos deprimidos (lo que algunos llaman estilo *value*); en otros, cuando pensamos que su crecimiento futuro superará las expectativas y justificará las valoraciones, implica comprar compañías que, por los altos múltiplos a los que cotizan, puedan aparentar caras (estilo *growth*).

Como ya lo hemos comentado recientemente en diversas ocasiones, no me voy a extender, pero nuestras carteras de renta variable están estructuradas en torno a tres ideas fundamentales: compañías que se beneficiarán de la vuelta a la normalidad tras la pandemia, como la aerolínea IAG o el Aeropuerto de Zurich; las que se beneficiarán de la fuerte inversión, pública y privada, asociada al proceso de transición energética, como Red Eléctrica o Aker Carbon; y las que se beneficiarán de los cambios estructurales en los hábitos de consumo, como Google o Facebook.

Además, tenemos posiciones en otras compañías en las que vemos buenas oportunidades a medio plazo. Por poner un ejemplo, llevamos varios años apostando por Euskaltel, donde veíamos una clara idea de consolidación dentro del sector (servicios de telecomunicaciones). Por fin, hace solo unos días, Masmóvil, uno de sus competidores, ha lanzado una oferta pública de adquisición sobre Euskaltel con una sustancial prima respecto a su precio de cotización. La rentabilidad acumulada en esta posición, incluyendo dividendos, ronda el 80% en poco más de dos años.

\*\*\*\*\*

**C**omo decía más arriba, parte de los buenos resultados obtenidos durante el año se deben a la buena gestión de algunas oportunidades que nos ha dado el mercado. La alta volatilidad favorece una gestión táctica de las carteras. Esto no significa abandonar la disciplina del análisis fundamental, sino aprovechar los movimientos para entrar y salir de los valores a medida que estos se mueven, con la confianza que da el conocimiento de las compañías y los fundamentos de su valoración.

Por ello y para finalizar esta carta, quiero mencionar algunos ejemplos de éxito en la gestión táctica que hemos tenido durante el último trimestre.

Desde hace algunos meses tenemos Nokia en cartera. El inminente despliegue de las redes 5G, tecnología en la que Nokia es líder mundial junto con Ericsson, y el rechazo occidental a los productos de Huawei, nos llevaban a pensar que Nokia podría mejorar sustancialmente sus beneficios a medio plazo. Sin embargo, para nuestra sorpresa, a finales de enero Nokia subía un 44% en cuatro sesiones empujada al alza por asociación al fenómeno Gamestop en EE.UU. Tras analizarlo, tomamos la decisión de vender la totalidad de la posición en zona de máximos. Hoy Nokia está en los mismos niveles que a principios de enero.

Algo similar ocurrió con Vivendi a mediados de febrero. La cotización se disparó cuando la compañía anunció la intención de escindir su negocio de música (Universal Music). Llegamos a la conclusión de que el mercado estaba sobre- reaccionando a una noticia que ya era previsible y decidimos liquidar la posición esperando una oportunidad para volver a entrar a mejores precios. Desde entonces, Vivendi ha caído algo más de un 10%.

Por último, también quiero destacar la gestión de nuestra posición en Naturgy. A finales de enero Naturgy recibió una OPA parcial por parte de IFM, validando así nuestra tesis de inversión. Aunque se trataba de una oferta parcial y, por lo tanto, sujeta a prorrateo, la cotización subió con mucha fuerza, superando nuestra estimación del valor razonable. Esto nos llevó a liquidar la mayor parte de nuestra posición en zona de máximos. Hoy cotiza un 4% por debajo del nivel de venta.

Tres ejemplos que demuestran que los mercados, siendo como son altamente eficientes, siempre dan oportunidades para los que las saben aprovechar.

Emilio Ortiz, Director de Inversiones de Mutuactivos.

El contenido del presente documento tiene una finalidad meramente informativa, no es y no puede considerarse asesoramiento en materia de inversión u opinión legal, no pretendiendo reemplazar al asesoramiento necesario en esta materia y no constituyendo una oferta de compra o venta.

Todas las opiniones y estimaciones facilitadas, están elaboradas en base a fuentes consideradas como fiables. No obstante lo anterior, Mutuactivos no puede garantizar que sean exactas o completas y no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de las informaciones facilitadas en este documento.



**Mutuactivos, la primera gestora independiente**

Mejor Gestora Española -  
Premios European Funds Trophy 2021

Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable Europea -  
Premios Morningstar 2021

Más información en  
el 900 555 559  
o en [mutuactivos.com](http://mutuactivos.com)

MUTUACTIVOS S.A.U, S.G.I.I.C. domicilio en Paseo de la Castellana, 33, registro CNMV 21.  
Primera gestora independiente de cualquier grupo bancario.