



Value Tree
Wealth & Asset Management

Balance 2021 y Perspectivas 2022

Enero de 2022



Enero de 2022

Estimados clientes:

En primer lugar, desearles un muy feliz y próspero año 2022.

El año 2021 ha sido finalmente bastante positivo para la renta variable (especialmente para la estadounidense y la europea, con muchos índices con subidas por encima del 20%) y negativo para la renta fija, al ceder posiciones tanto de la deuda corporativa como de la de gobierno.

Cabe destacar el buen comportamiento de los vehículos de inversión de Value Tree, tanto los de renta variable, como los de renta fija, que han quedado muy bien posicionados frente a sus índices de referencia. Por otro lado, también han quedado, dentro de sus categorías, por encima de la media de las rentabilidades del sector (fondos comparables comercializados en España) y, en algunos casos, en el primer decil de rankings tan importantes como los publicados en Expansión, a continuación (a fecha 31/12/2021).

Fondos de Inversión

Nombre	Perfil Inversión	Rentabilidad 2021	Ranking Expansión
Value Tree Best Bonds	100% Renta fija	0,55%	40/114
Value Tree Defensive	Mín. 65% Renta Fija y Máx. 35% Renta Variable global	7,59%	5/131
Value Tree Balanced	Mín. 35% Renta Fija y Máx. 65% Renta Variable global	10,98%	72/202
Value Tree Dynamic	Mín. 15% Renta Fija y Máx. 85% Renta Variable global	15,70%	20/202
Value Tree Best Equities	Mín. 85% Renta Variable europea y Máx. 15% Renta Fija	21,10%	119/248

Planes de Pensiones

Nombre	Perfil Inversión	Rentabilidad 2021	Ranking VDOS
Value Tree Defensivo, P.P.	Máx. 30% Renta Variable, resto Renta Fija	7,94%	2/161
Value Tree Dinámico, P.P.	Mín. 75% Renta Variable global, resto Renta Fija	21,46%	31/73

Fuente: Value Tree (datos de rentabilidad 2021) y Expansión

2021 en perspectiva

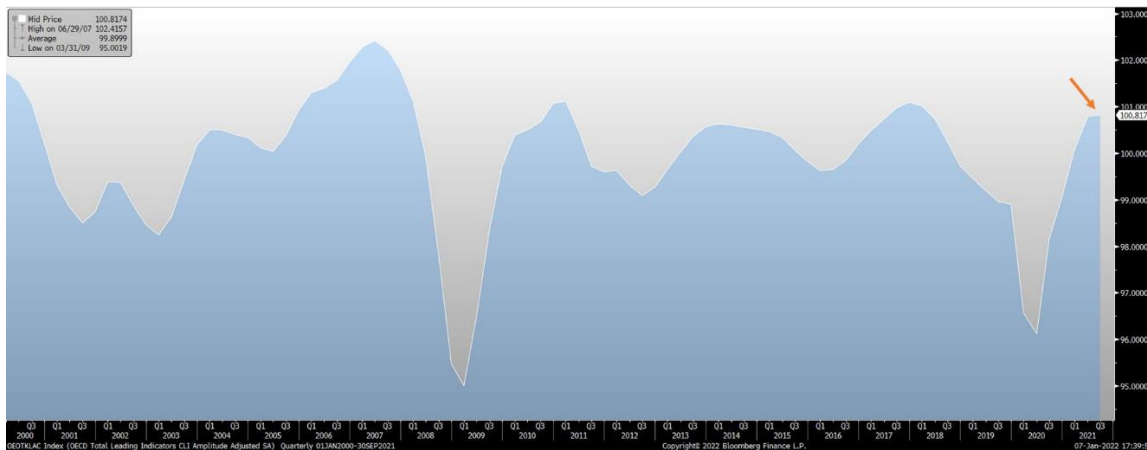
Terminamos el periodo resolviendo algunas de las incertidumbres más importantes a las que nos enfrentábamos a principios de año: el alcance, la aceptación y los efectos de las campañas de vacunación a nivel mundial, la efectividad de las vacunas sobre las nuevas cepas, así como el impacto de las medidas de estímulo para la economía y el empleo tomadas con el fin de combatir la crisis económica producida por la pandemia.

Por suerte, la gran mayoría de estas cuestiones se han resuelto satisfactoriamente. Las economías crecen y, en algunos casos como en EE. UU. o China, lo hacen por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Además, las campañas de vacunación han frenado la cifra de muertes por contagio, han aliviado la situación crítica de las hospitalizaciones y han atenuado los efectos de las nuevas cepas sobre la salud de los infectados.

Los indicadores económicos adelantados reflejan la fuerte recuperación económica a nivel global que se inició durante el 2021, pero también podemos ver un cierto aplanamiento o extenuación del ciclo.

Gráfico 1. Indicadores económicos adelantados de los países de la OCDE

Indicadores Líderes de las economías de países de la OCDE (2000-2021)

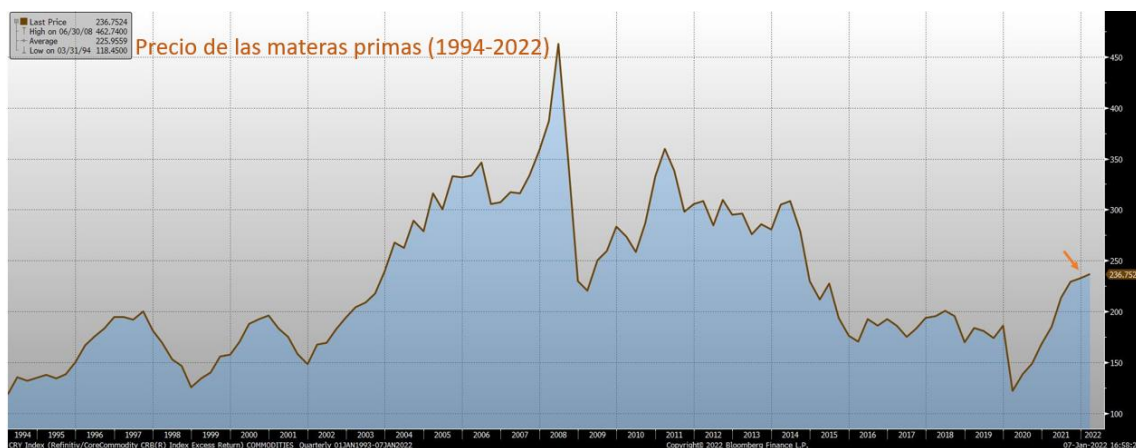


Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, la fuerte recuperación económica ha dado lugar a otras cuestiones: el repunte en el precio de las materias primas, sobre todo de la energía, con un claro efecto sobre la inflación.

El parón en seco de la economía y su violenta recuperación han creado cuellos de botella (la oferta no puede crecer a la misma velocidad que la demanda).

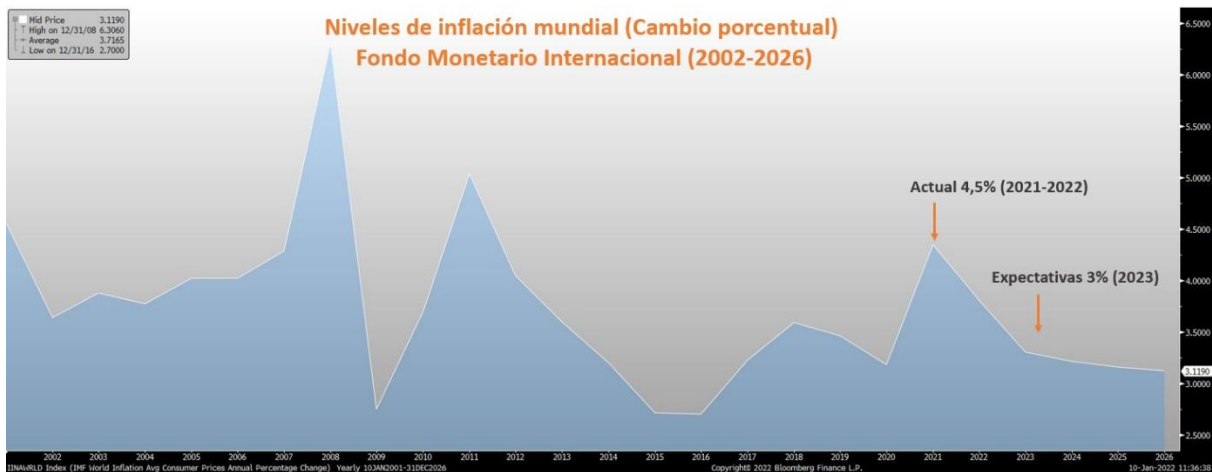
Gráfico 2. Precio de las materias primas (CRY Index)



Fuente: Bloomberg.

Esto se ha traducido, a su vez, en el aumento del coste de los bienes básicos de consumo. No obstante, las expectativas son de una menor inflación a partir del tercer trimestre de este año.

Gráfico 3. Niveles de inflación mundial



Fuente: Bloomberg.

En lo relativo a la evolución de la inflación y a la actuación de los bancos centrales, a pesar del repunte de Inflación, el mercado descuenta actualmente una inflación del entorno del 2% a cinco años en Europa.

Gráfico 4. Expectativas de inflación en Europa a 5 años (EUR Inflation Swap Forward 5Y5Y)



Fuente: Bloomberg.

Teniendo en cuenta que nos encontramos en un momento del ciclo expansivo que empieza a dar síntomas de agotamiento, que los Bancos Centrales comienzan a quitar las ayudas de liquidez al mercado, el consumo empieza a detraerse, que las expectativas de inflación para Europa están en el entorno del 2% (2,25% para EE. UU., Reserva Federal de St. Louis) y el alto nivel de endeudamiento global, no pensamos que los Bancos Centrales debieran tomar ninguna medida precipitada ni descartamos un tono menos restrictivo en cuanto a las medidas de estímulo económico o tipos de interés.

Cabe destacar, que el precio del cobre, la madera o los materiales de construcción ya han empezado a frenar su subida y a estabilizarse.

La inflación ya se ha cobrado su primera víctima: Los consumidores en EE. UU. y en Europa. En el gráfico 5 y 6, vemos los Índices adelantados de confianza del consumidor en EE. UU. y Europa, que recopilan datos sobre las actitudes y expectativas de los consumidores resumidos en el Sentimiento del Consumidor, con el fin de

determinar los cambios en la disposición de los consumidores a comprar y predecir sus gastos discrecionales posteriores. Estos índices se componen por ratios que miden la situación financiera personal de los consumidores, así como las condiciones generales de las compañías y los precios del mercado.

Gráfico 5. Índice del sentimiento del consumidor americano



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6. Índice de confianza del consumidor europeo



Fuente: Bloomberg.

Los datos de la Comisión Europea están actualizados al tercer trimestre del 2021, por lo que la revisión del último trimestre será más negativa.

La segunda víctima son los mercados de renta fija. Estos se vieron inmersos en una gran volatilidad durante el 2021, que seguirá patente durante el 2022. El debate sobre la inflación y la dirección de los tipos de interés, tanto en Europa como en EE. UU., seguirá siendo un foco de volatilidad para los mercados.

Afortunadamente, durante el 2021 los Bancos Centrales han permanecido detrás de la curva; es decir, enviando mensajes al mercado con suficiente antelación, esperando que este se ajuste automáticamente y evitando así tener que tomar medidas más restrictivas y dañinas para la economía.

Tal y como comentábamos en el informe del año anterior, en 2021 había que apostar por la **renta fija** corporativa, porque la de gobierno no tenía recorrido alguno, y cada vez se veía más probable una subida de tipos. Hemos apostado durante todo el año por la deuda corporativa, sin ser demasiado agresivos ni en duración, ni en calidad

crediticia, apostando sobre todo por bonos de compañías que tuviesen unos fundamentales aceptables, pero que se pudiesen comprar con un claro diferencial de rentabilidad respecto a sus comparables.

Gráfico 7. Rentabilidad bono a diez años en EE. UU.



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8. Rentabilidad del bono a diez años alemán.

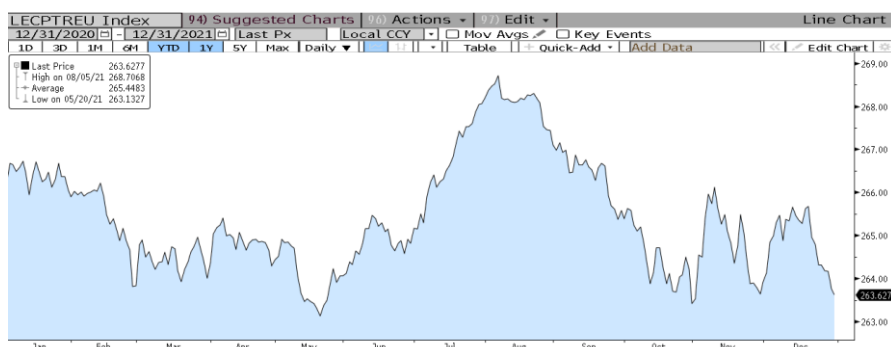


Fuente: Bloomberg.

Como se puede observar en los gráficos, la deuda de gobierno ha tenido un mal año, viendo cómo se elevaba la rentabilidad (baja el precio de los bonos, por lo que aumenta su rentabilidad) desde enero, seguida de una fuerte caída durante el verano, y un fuerte rebote hasta final de año, descontando el fuerte repunte de la inflación.

Lo mismo ha pasado con la renta fija corporativa en euros que perdían un 0,97% en el año, mientras que nuestra selección de bonos gracias a una buena diversificación ha terminado en positivo.

Gráfico 9. Índice de deuda corporativa en euros.



Fuente: Bloomberg.

Estrategia y evolución de los vehículos de inversión de Value Tree

Durante el año hemos mantenido la exposición en renta variable en niveles altos, manteniendo una estrategia de cobertura hasta septiembre. Sin embargo, en octubre decidimos quitarla, rebajando ligeramente la exposición mediante líneas directas con el objetivo de poder aprovechar las posibles caídas de mercado incrementándola de nuevo.

El USD también se ha mantenido cubierto durante todo el año. La cobertura ha ido moviéndose entre el 20% y el 40% de la exposición total de las carteras a USD dependiendo de los niveles que iba tocando el USD durante el año. Esta estrategia ha detruido algo de rentabilidad, pero es una estrategia que consideramos esencial para reducir la volatilidad que pueda proporcionar un activo como es el USD a las carteras.

Renta fija

La gestión de la renta fija se ha mantenido estable durante el año. Hemos continuado apostando por la renta fija corporativa frente a la de gobierno, alargando la duración de la cartera, la rentabilidad a vencimiento y aumentando también el número de emisiones para conseguir una mayor diversificación en la cartera. Podemos decir que esta estrategia ha dado sus frutos y que gracias a ella hemos conseguido rentabilidades positivas en las carteras de renta fija durante este año, que como ya hemos indicado anteriormente, ha sido complicado para el mercado de renta fija.

La estrategia principal era conseguir emisiones por encima del 1% de rentabilidad a vencimiento. Así, a mitad de año habíamos elevado la duración hasta los 4,54 años y teníamos una rentabilidad a vencimiento del 1,09%. En ese momento, y ante la sensación de que los diferenciales de crédito iban a empezar a subir, comenzamos a variar ligeramente la gestión. Seguimos invirtiendo en el mismo tipo de bonos, pero a partir de entonces las emisiones que sacábamos las sustituíamos por otras de menor duración que ofreciesen una rentabilidad equivalente. De esta forma, se ha reducido ligeramente la duración a 4,42 años, mientras que por efecto del mercado la rentabilidad a vencimiento ha ascendido al 1,42%.

La inversión a través de fondos también ha ayudado mucho. En concreto, hemos mantenido estables las inversiones en un fondo de renta fija asiática y uno de renta fija americana *high yield*, para incrementar la diversificación geográfica y llegar a mercados más específicos. El fondo asiático ha subido casi un 11% en 2021 y el *high yield* americano un 16% en el año.

En concreto, nuestra selección de bonos y fondos ha subido una media del +2,00% durante el año y las inversiones en dólares han aportado algo de rentabilidad positiva a las carteras de renta fija.

Renta variable

Los mercados de renta variable europea y americana han subido con fuerza y el USD se ha apreciado. Por el contrario, la renta variable asiática ha terminado en negativo. Durante el año se ha ido disminuyendo su peso, sobre todo en el último semestre del año. Debido las incertidumbres que había en el mercado y la poca visibilidad de algunos sectores frente a la nueva regulación del gobierno chino.

El 2021 comenzó con niveles muy altos de exposición, no en máximos, pero sí en niveles superiores a los de marzo de 2020. En mayo se decidió rebajar ligeramente la exposición (un 2-3%) mediante venta de valores americanos y asiáticos que acumulaban importantes plusvalías. En septiembre, con la segunda subida fuerte del mercado, se volvió a rebajar la exposición otro 2-3% y se acabó el año en niveles más bajos que los de marzo de 2020 en todas las carteras, excepto en las de renta variable 100%, que se mantuvieron invertidas durante todo el año el máximo porcentaje posible.

La exposición geográfica también ha ido modificándose a lo largo del año. En concreto, se ha ido rebajando la exposición a renta variable asiática debido a que subió mucho en la primera parte del año y también a que en la segunda parte del año comenzamos a ver ciertos riesgos regulatorios en China y baja visibilidad.

Nuestra **selección europea** ha subido de media un 23% mientras que el Eurostoxx 50 ha subido un +20,96%. Destacan valores como ASML (gracias al ciclo positivo de los semiconductores) que subía un +104%, STGobain (por la recuperación del mercado e incremento del precio de las materias primas) que subía un +95%, Entain (compañía con fundamentales muy sólidos en un sector que se había visto muy castigado como el juego) que subía un +80% o Getinge (la aparición de nuevas cepas le beneficiaba gracias a su exposición a ventiladores y equipos de cuidados críticos) un 75%, entre otras. Por el contrario, el valor europeo que más caía era Dufry (afectada por las restricciones pero que continuamos manteniendo ya que ofrece unos fundamentales muy atractivos a estos precios), que se dejaba un -16%.

En cuanto a la **selección americana**, ha subido de media un 31,50%, mientras que el SP 500 ha subido un +26,89% y el Nasdaq un +21,39%. Destacan las subidas de compañías como Blackstone (por la fuerte recuperación de la economía americana) (+160%), Applied (por el ciclo positivo de los semiconductores) un +130% y Moderna (por la vacunación) un +117%. Por el lado contrario, Las Vegas se dejaba un -33% (las restricciones e incertidumbre frente a las nuevas variantes le proporcionaban volatilidad durante todo el año, aún así la mantenemos por sus atractivos fundamentales).

Por último, la **selección asiática** ha tenido un año con mucha volatilidad. En la primera mitad del año subió, pero durante la segunda mitad del 2021, el Gobierno chino de Xi Jinping, trazó nuevas líneas para su plan de crecimiento quinquenal (2020-2025), donde presentó una batería de leyes con el fin de regular determinados sectores, como el de la construcción, educación y media entre otros. Las medidas fueron bastante restrictivas y provocaron una venta masiva, por parte los accionistas, concentradas en algunas de compañías, sin tener en cuenta el verdadero efecto de las mismas en el medio-largo plazo. La cartera asiática ha bajado una media del -9.50%.

Como consecuencia de lo anterior, el Hedge Fund americano Archegos con más \$10.000 millones en inversiones, que mantenía posiciones en China en muchas de ellas, quebró, viéndose obligado a liquidar todas sus posiciones forzosamente, como en el caso de Vipshop, (que pesaba un 0,50% solamente, se dejaba el 40% y se decidió salir).

Alibaba, al igual que a otras compañías del sector, la nueva regulación china, ponía algo de presión a su modelo de negocio, actual. En el sentido de restringir algunas actuaciones, consideradas injustas, de abuso de mercado o monopolio. Lejos de ser algo negativo, estamos convencidos que estas regulaciones obligan a las compañías a ser más competitivas y proteger mejor los derechos de sus consumidores, lo que consideramos como una aportación de valor para el sector y por lo que hemos decidido mantener la posición.

Por el contrario, los valores que más subían eran Lasertec (ciclo positivo de semiconductores) +35% y Hope

Education +33% (apostando en la primera parte del año por el sector educación, que se comportó bien hasta mayo, momento en que decidimos salir con plusvalías).

Nuestra estrategia para el 2022

De cara al 2022, **vamos a mantener la exposición en los niveles de equilibrio**, que es donde actualmente nos estamos moviendo. Si hubiera una corrección importante y los datos macro, así como los resultados de las compañías, continúan acompañando, aprovecharíamos para incrementar exposición. Por ahora, de cara a la primera parte del año, no tenemos pensado implementar estrategias de cobertura a modo de seguro, salvo que las condiciones macroeconómicas cambien.

En general, **mantenemos nuestra estrategia seleccionando compañías grandes, líquidas, de calidad (generadoras de caja) y bien diversificadas, que han funcionado muy bien durante este año y que esperamos que lo sigan haciendo bien en el futuro.**

En cuanto a diversificación geográfica, seguimos apostando principalmente por EE. UU. y Europa, pero iremos incrementando la exposición en Asia paulatinamente durante el año si vemos una buena oportunidad de entrada.

El entorno actual que vemos es de posibles subidas de tipos, donde el coste de capital seguirá siendo bajo para las empresas, en relación a sus beneficios y su productividad, con un posible desahogo de los cuellos de botella en las cadenas de suministro que atemperen los niveles actuales del coste de las materias primas, sobre todo de la energía. Es un entorno donde, además, las fuerzas deflacionistas (tecnología, abaratamiento y mejor uso de las energías alternativas, globalización, Asia, etc.) que han estado presentes durante los últimos veinte años y están más vigentes que nunca.

Por todo ello, consideramos que **la mejor forma de defenderse contra la inflación sigue siendo, como lo ha sido hasta ahora, la renta variable y los bonos corporativos**, con cautela durante la primera mitad del año. Eso sí, **a través de una selección prudente de buenas compañías.**

En cuanto a la parte de renta fija, mantendremos las inversiones actuales en Asia y Estados Unidos, si bien el grueso de la cartera se centrará en bonos corporativos con mayor rendimiento que sus comparables, y aprovecharemos la subida de las rentabilidades producida en 2021 para aumentar el YTM (*Yield To Maturity* o rentabilidad a vencimiento) de la cartera. Tampoco tenemos pensado hacer variaciones significativas en la duración, si bien esta podría reducirse ligeramente.

Como creemos que la nueva política monetaria de la FED tanto en el *tapering* como en la subida de tipos (tres veces 0,25% en 2022), y el cambio de percepción de la inflación por parte del BCE a permanente en lugar de transitoria están descontadas por el mercado, no creemos que la rentabilidad de la deuda de gobierno para 2022 varíe mucho con respecto a la actual, aunque, eso sí, será algo más alta, por lo que vamos a continuar con la misma gestión.

Nuestra estrategia, por tanto, se centra en invertir en deuda corporativa, fundamentalmente *Investment grade*, en compañías que tengan una situación financiera que les permita hacer frente a sus obligaciones de pago, que ofrezcan valor (mayor rentabilidad a vencimiento) frente a emisores comparables, y manteniéndonos en una duración entre cuatro y cuatro años y medio. Consideramos que, aunque a corto plazo una subida de tipos es perjudicial para la renta fija, con el paso de los meses esta se equilibra y se puede recuperar la rentabilidad permaneciendo invertido o incluso elevando la duración. Para complementar la posición en bonos, también seguiremos invirtiendo en fondos complementarios, como puede ser renta fija china o *high yield* norteamericano.

Si desea ampliar información, llámenos al **917812410** o bien escribanos un email a info@valuetree.es

El equipo de gestión de Value Tree A.V,