



## It's All About Asset Allocation

Diciembre 2021,  
Newsletter#67

Que el relato es lo más importante, lo tenemos ya bien sabido. Sin embargo, los relatos son como los principios para Groucho: volubles. Al igual que muchos gestores no pueden esconder sus pérdidas de manera infinita alegando que el mercado se equivoca, el amigo Powell, al final, ha reconocido que **esto de la inflación ya no es transitorio**, parece que se va a quedar con nosotros más tiempo del deseado. Y es que tuneando a Benjamin Franklin: todo en la vida es transitorio... menos la muerte y los impuestos.

A vueltas con la transitoriedad, todos conocemos la célebre frase de Keynes: 'El mercado puede permanecer irracional más tiempo del que usted puede permanecer solvente'. Es decir, el tiempo juega un papel muy importante en las inversiones. Pero nadie define la duración exacta de dicho tiempo: es transitorio por naturaleza (la RAE define transitorio como algo pasajero, temporal).

El ritmo diario nos impide, frecuentemente, poder realizar reflexiones serenas y que vengan a poner orden a nuestras decisiones de inversión y más aún cuando a los virus de este mundo les apetece jugar a los dados con nosotros. De hecho, parece que ya hayamos olvidado que **la base de las matemáticas financieras se rompió hace tiempo** y que nuestras decisiones de inversión se guían más por algo parecido a la Fe (o tal vez Avaricia) que a la Racionalidad. Me refiero en concreto a la Estructura Temporal de Tipos de Interés (ETTI), clave de bóveda sobre la que se sustenta toda la arquitectura de la toma de decisiones financieras y que se puede definir como la curva de tipos de interés nominal al contado (spot) en los préstamos sin riesgo de la economía en función del tiempo hasta su vencimiento (Pérez-Rodríguez et al., 2002).

Conocemos el hecho de que en los últimos años, estos se mueven en territorio negativo. Por ejemplo, el tipo a 3 meses de la cesta de Gobiernos G7 vuelve a estar en mínimos (-0.37%), la curva de algún soberano como Alemania presenta tasas negativas los próximos 30 años y la curva swap en euros no es positiva hasta el año 9.....Y aunque esto nos lo tengamos más que sabido, parecemos ignorar lo **que significan estas rarezas y las consecuencias negativas u oportunidades que pueden presentar:**

1. En primer lugar cabe mencionar una obviedad tal vez olvidada. Con tipos de interés negativos, **la valoración tradicional de cualquier activo financiero por descuento de flujos a valor presente no funciona**. Por tanto, la comparación entre activos o clases de activos financieros se convierte en aproximaciones voluntaristas.
2. Ha reaparecido y con fuerza, el pánico al desplome de los bonos de larga duración ante la esperada subida de los tipos a nivel mundial. Me parece bien, pero frecuentemente se olvida que las acciones (especialmente growth y aún más las que no pagan dividendo) son activos financieros con una mayor duración implícita. Adicionalmente, a medida que los tipos se han ido reduciendo, la duración ha ido elevándose. Por algún motivo que desconozco, **el temor a un crash bursátil no corre paralelo al de los bonos largos**. Por otra parte, los US Treasury Bonds se han confirmado como los nuevos Bienes Giffen (aquellos que son más demandados a medida que son más caros). Dejando al margen el pequeño detalle de que la FED posee el 22% de todos los Treasuries y TIPs, no es menos cierto que ante la

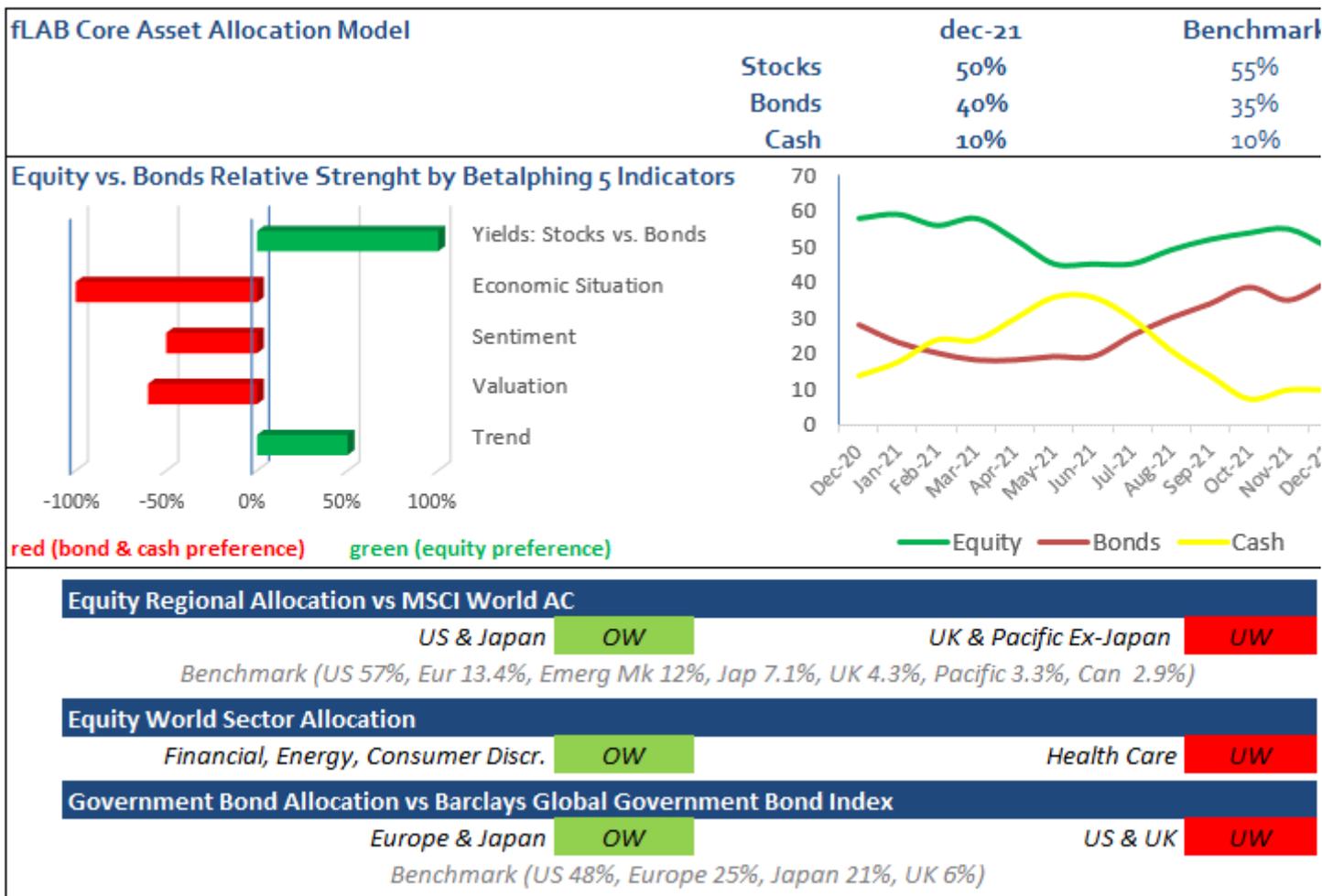
incertidumbre que se nos viene, todos los gobiernos y corporaciones extranjeros están ávidos de incrementar esta clase de activo.

3. El gran y único detonante de la recuperación de los mercados al shock Covid ha sido una **intervención masiva de los Bancos Centrales** provocando una liquidez extrema. Y con tipos tan lamentables, pues el dinero ha acabado provocando una asignación propia de nuestra época (TINA, FOMO y tal). Confirmado el paulatino cierre del grifo ante la actual espiral inflacionista, la liquidez ya no será soporte de nada.
4. Como cada año en estas fechas los gestores volvemos con nuestras **predicciones chorras** y que en Marzo ya no valen para nada. Ya os adelanto las 4 que van a ser mainstream para que no perdáis el tiempo y os dediquéis a pasar el rato de manera más provechosa. A saber:
  - Subida generalizada de los tipos de interés
  - Evolución positiva en Bolsa pero sin dobles dígitos
    - Repunte de la volatilidad
  - Escenario más optimista para el Euro....

...uy caramba, que curioso, son los mismos que puse en la newsletter de Enero de 2018...

**Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, se ha revalorizado un 0,45% en noviembre, cerrando el mes con una rentabilidad acumulada del 7,97% YTD.**

Para diciembre, nuestro modelo de Asset Allocation se vuelve un poco más defensivo: 50% renta variable, 40% bonos y el 10% restante en liquidez. Las acciones siguen siendo más atractivas que los bonos aunque en menor medida, debido al deterioro en la participación de múltiples índices y acciones (breadth) y a los indicadores de sentimiento.



La indigestión posterior al Día de Acción de Gracias fue provocada por el peor de los temores, una nueva variante más transmisible y capaz de evadir las medidas de inmunidad. El resultado no se hizo esperar: fue el peor viernes tras este festivo registrado hasta la fecha, tanto para el S&P 500 como

para el Dow Jones. Los riesgos reales de Ómicron no se conocerán durante semanas, por lo que **es posible que los activos de riesgo permanezcan a la defensiva hasta que se sepa algo más.**

Lo que si podemos estar seguros es que los mercados, que son mecanismos de descuento, reaccionarán antes de que toda la información sea pública. En este marco, los sectores de crecimiento como el tecnológico y el de consumo discrecional, han sido los grandes beneficiados mientras que los de valor cíclico (a destacar Finanzas, Energía e Industria), los claros perdedores. El S&P 500 se ha mostrado más resiliente, ayudado por el elevado peso del sector tecnológico (>27%).

El tira y afloja en el liderazgo entre las acciones favorecidas por la reapertura y las "stay-at-home" continúa. Nuestro modelo sectorial refleja ahora una lectura más neutra en términos de estilo y favorece las acciones de consumo discrecional. Las perspectivas para el sector financiero, en cambio, no son tan favorables en un escenario de aplanamiento de la curva y de renovadas preocupaciones por el COVID. Tenemos al sector en perspectiva para una futura rebaja si el escenario no mejora.

Ante el repunte de la incertidumbre y de la volatilidad, hemos visto a la deuda gubernamental recuperar su condición de activo refugio, **lo cual nos ha permitido capear en mejor forma la corrección.** La revalorización del dólar americano (1,90% en el mes respecto al euro) también ha contribuido favorablemente, al contar con un 25% de exposición.

**Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, ha logrado cerrar el mes en positivo (+0,28%) y con una rentabilidad acumulada de 2,60% YTD.**

El compartimento se encuentra invertido un 54% en renta fija diversificada de bajo riesgo y duración, un 29% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas estando el resto en liquidez. Noviembre, empezó con muy buen pie pero terminó bastante débil. Las últimas novedades acerca del virus propiciaron una **toma de beneficios en los activos de riesgo** y en las materias primas, las cuales habían subido con fuerza estos últimos meses ante el repunte de las expectativas inflacionistas. El petróleo se ha visto fuertemente afectado, con una caída cercana al 20%, por el temor a que nuevas restricciones en los viajes y en la movilidad resulten en una menor demanda. Nuestra exposición a commodities (10%) se encuentra muy diversificada: contamos con un 2,30% en el Longer Dated All Commodities ETF, un 3,10% en metales industriales (que se han comportado mejor en términos relativos, -2,21%) y alrededor de un 5% en oro, el cual ha cerrado prácticamente plano (-0,37%). La inversión en renta variable multiestrategia (15% de la cartera) ha corregido ligeramente mientras que nuestra exposición a deuda y divisa (tenemos un 20% en dólares) han tenido un buen desempeño en este contexto. Mantenemos nuestras apuestas y seguiremos adoptando un enfoque flexible en términos de riesgo y duración (0,81 para el conjunto del fondo), sin olvidar nuestro constraint de volatilidad (3%).

Por cierto, volviendo al tema de moda, la transitoriedad Powelliana, no puedo dejar de mencionar una de mis citas favoritas, atribuida también a Keynes pero que sin duda hubiera firmado el amigo Groucho:

**"When the facts change, I change my mind. What do you do?".**

fLAB Core Awards, June 2021

**LIPPER LEADERS**   
10 year Ranking  
Total Return  Consistent Return  Preservation  Expense Ratio 

**MORNINGSTAR**  
10 year Ranking 

**CITYWIRE** 

**HIGHLY RATED**  
  
FUND  
SharingAlpha

**Funds** 2020 people 

fLAB Fund SICAV Core A | ★★★★★

**Note : We remind you that we have launched fLAB Core & fLAB Satellite clean share classes in both EUR and USD, applying the same management fees as the cheapest Institutional class. Please check new ISIN codes by clicking the links down here.**

## Monthly factsheets

Please find attached the Fact Sheets of our main Luxembourg products fLAB Core & fLAB Satellite, available in EUR, USD, GBP and SGD

**fLAB Core**



**fLAB Satellite**



Puede encontrar toda la Información Técnica de nuestros 2 fondos, la composición de las carteras, KIIDs, Prospectus y Estrategia de Inversión en [www.flabfunds.com](http://www.flabfunds.com)

Ruego nos informen si necesitan cualquier otra información. Atentamente,  
Oscar Alvarez, Chairman fLAB fUNDS, [oscaralvarez@flabfunds.com](mailto:oscaralvarez@flabfunds.com)  
Julien Vogler, Investment Manager Octogone Europe [jv@octogone-europe.lu](mailto:jv@octogone-europe.lu)

44 Rue de la Vallée  
L-2661 Luxembourg  
[www.flabfunds.com](http://www.flabfunds.com)

This email message is exclusively for Well Informed Investors and is not allowed for distribution

Copyright © 2017 fLAB fUNDS, All rights reserved.

Unsubscribe from our list