



It's All About Asset Allocation

Diciembre 2022, Newsletter#78

Con el reconocimiento creciente de que la inflación en Estados Unidos ha tocado techo, y por ende la agresividad de la FED, hemos visto **reversiones en el precio de las acciones y de los bonos** que han ayudado a mitigar las maltrechas rentabilidades de las carteras. El rebote experimentado por la renta variable desde los mínimos de octubre ha sido, sin duda, el más impresionante: el Dow Jones y el EuroStoxx 50, más sesgados al value, se han revalorizado un 19% hasta el 30 de noviembre, que se dice rápido, el S&P 500 ha recuperado un 14% e incluso un vapuleado Nasdaq Composite ha logrado una rentabilidad de doble dígito (+10%). Los indicadores de amplitud de mejora (breadth thrust) han sido sólidos y el avance generalizado, lo que respalda la continuidad del rally de cara a final de año. Sin embargo, aquí es donde viene el "pero": **los indicadores de sentimiento de corto plazo** han alcanzado niveles de optimismo extremo (no vistos desde mediados de agosto en el caso del S&P 500) que podrían frenar o incluso revertir la actual recuperación. Los mercados han iniciado diciembre en modo corrección, con todas las miradas puestas en el dato de IPC americano de esta tarde y en las actas de la FED de mañana, que sin duda marcarán la pauta a seguir. Si el mercado es capaz de aliviar el exceso de optimismo sin que se produzca un deterioro técnico significativo, el posicionamiento actual de los inversores – los grandes especuladores están cortos y los minoristas muy conservadores, a juzgar por la alta asignación que mantienen en cash – avalaría un rally más prolongado.

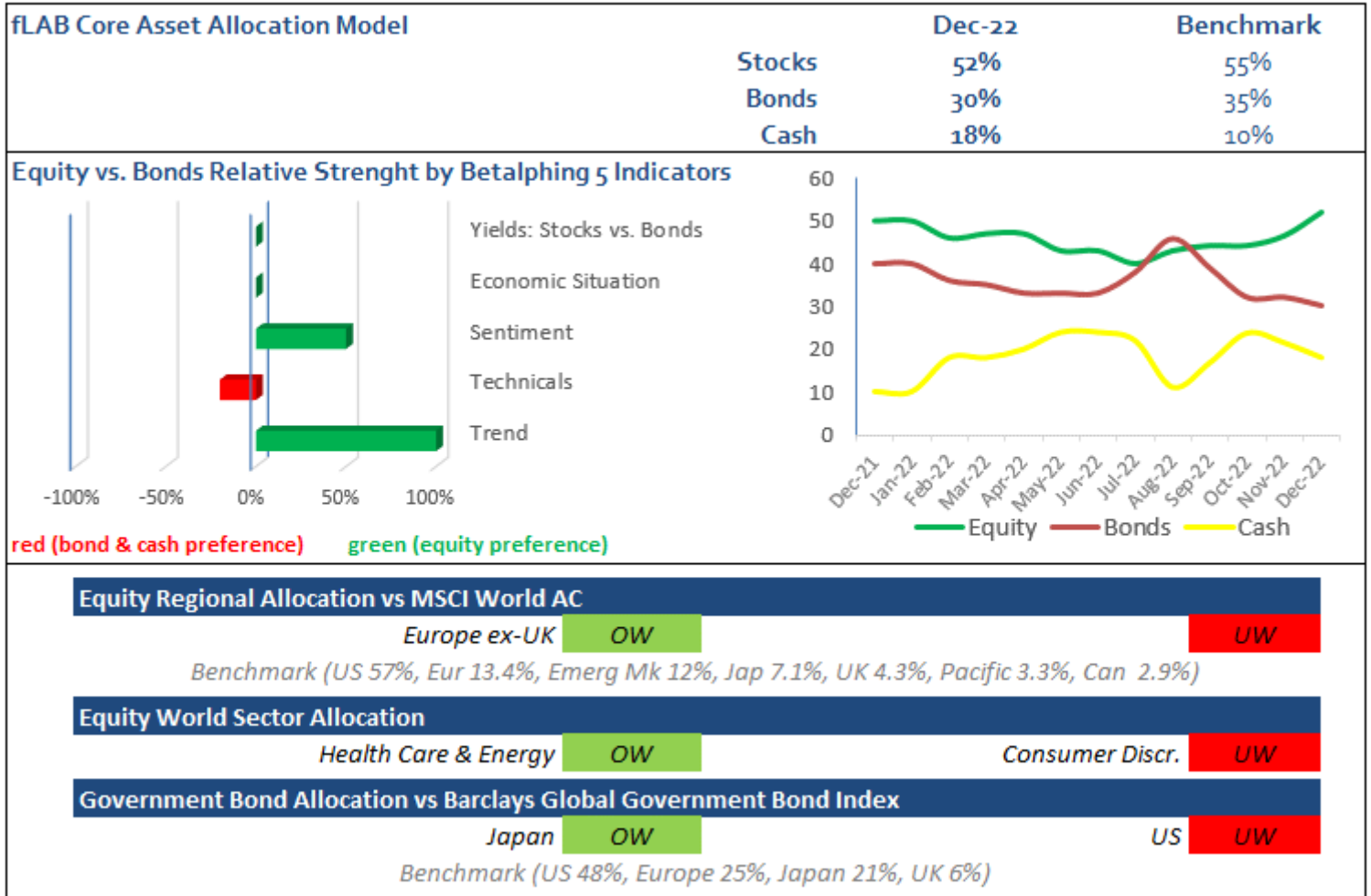
Tras un 2022, que pasará a la historia como el año de la "normalización" económica, de tipos de interés y de beneficios – dicho así no suena tan mal pero el sufrimiento y las pérdidas que ha llegado a acarrear han sido de órdago – el nuevo año se presenta cuanto menos "desafiante", ahí va otro eufemismo. **La continuación de estos tres ciclos restrictivos seguirá siendo un viento en contra** para los mercados financieros aunque esta vez, con una diferencia clave. **Todos ellos se encuentran en una fase más madura** de ajuste y algunos, incluso podrían revertir conforme avancemos en el año, volviéndose más amigables para los activos de riesgo. El timing de dichas transiciones será clave, como también lo será el factor recesivo (al cual le otorgamos una alta probabilidad, 75%).

Si Estados Unidos cae en recesión, es probable que veamos nuevos mínimos en el S&P 500 y una caída más profunda de los beneficios empresariales. Una economía más débil permitiría a la FED parar las subidas de tipos de interés de los fondos federales durante el primer trimestre. Los datos históricos apuntan a que las bolsas suelen tocar fondo antes que la economía por lo que si la recesión es breve y poco profunda (nuestro escenario base), podríamos ver un nuevo mercado cíclico alcista durante la segunda mitad de año.

Si al final no hay recesión, es probable que el mínimo del mercado bajista lo hayamos visto este pasado otoño. Las ganancias bursátiles probablemente serían más fuertes en la primera mitad de año y el crecimiento de beneficios sería modestamente positivo. Lo que no estaría tan claro entonces, es si la subida de tipos de marzo correspondería al final del ciclo de tensionamiento o a una mera pausa.

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, se ha revalorizado un 4,65% en noviembre (casi ná), situándose en -8.94% YTD.

Para diciembre, nuestro modelo de Asset Allocation se hace eco de la mejoría técnica de la renta variable respecto a la renta fija, aumentando un 6% la exposición en detrimento del cash (-4%) y de los bonos (-2%). Encaramos la recta final de año con un 52% en Equity, un 30% en deuda y un 18% en mercado monetario. Mantenemos una visión constructiva a la par que vigilante pues los indicadores de medio y largo plazo no han confirmado la sostenibilidad del rally.



Las bolsa mundial ha subido con fuerza en noviembre (+6,3% para el MSCI ACWI en divisa local), y lo ha hecho con una amplia participación de acciones y de mercados. En el caso del S&P 500 (+5,3%) la mejoría también ha sido sustancial: **el número de sectores que cotizan por encima de su media móvil de 50 sesiones ha pasado de cero a principios de octubre a once (o sea todos) a cierre del pasado día 30**. Sin embargo, la mejora en el largo plazo solo se ha dado en los sectores Value, quedando los sectores Growth (tecnología, consumo discrecional y servicios de comunicación) muy relegados (por debajo de su media móvil 200 sesiones). Necesitaremos contar con una fortaleza más generalizada para confiar en la durabilidad del rally.

Los bonos gubernamentales también se han recuperado significativamente, lo cual no sorprende, dada su correlación positiva con el Equity este año. Creemos que nos estamos acercando al final del ciclo de ajuste monetario en Estados Unidos (lo esperamos para el 1Q) y que el grueso del aumento de los rendimientos ya ha quedado atrás, viendo a la **TIR del Treasury a 10 años moviéndose dentro de un amplio rango lateral (3.40% - 4.30%)**. Esto no quita que se pueda rebasar este nivel en algún momento, pues la FED seguirá siendo "data dependent". Una vez ésta haya elevado los tipos hasta el 4,5%-5%, esperamos que mantenga una política restrictiva durante algún tiempo. Los datos históricos muestran que la Reserva Federal suele permanecer en espera después de la última subida, de siete a nueve meses antes de recortarlos. Sin embargo, los bonos podrían recuperarse antes del anhelado "pivot" por motivos recesivos, revalidando así su condición de activo refugio.

Nuestra cartera de deuda (de duración 9) se ha comportado muy bien durante estas últimas semanas y

hemos aprovechado la caída del rendimiento del bono americano a 10 años a la parte baja del canal para infraponderar nuestra exposición en la región. Seguimos infraponderados en términos de duración (2,79 para el conjunto del fondo). A nivel divisa, hemos ajustado tácticamente nuestra exposición real a dólar desde el 11% en noviembre a un 20% en los primeros compases de diciembre.

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, ha sumado un 1,70% de rentabilidad, anotándose un -4,44% YTD.

El compartimento está invertido un 46% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración (3,49), un 27% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. Noviembre ha sido un mes muy bueno puesto que la mayoría de activos que componen la cartera se han revalorizado. Nuestra exposición a renta variable multiestrategia (17%) ha sido la principal fuente de contribución, seguida por la de la renta fija (que ya tocaba...) la cual ha ido ganando tracción ante la relajación de los rendimientos y de los diferenciales crediticios. El portfolio de deuda está diversificado de la siguiente manera: 28% en Investment Grade", 9% en govies y otras pequeñas participaciones en emergentes (3%), TIPS (2%), covered (2%) o high yield (1%). Nuestra apuesta táctica en oro (3% del fondo) por fin se ha visto recompensada (+6,69% versión euro hedged) así como nuestra asignación a materias primas globales (que pesa un 3,4% y se ha revalorizado un 4,10%). El plan de la FED de rebajar el ritmo de subidas de los tipos de interés ha desencadenado una corrección del 5% en el Dollar Index hasta situarlo en niveles de soporte clave. Veremos hoy y mañana que pasa...Mantenemos una posición del 7% la cual seguiremos gestionando activamente.