



It's All About Asset Allocation

Enero 2022, Newsletter#68

A principios de los '90s surgió una respuesta a la cultura del exceso, al falso optimismo de los '80s. *'Smells Like Teen Spirit'* de Nirvana se convirtió en un himno para la apática juventud de la Generación X, llena de sarcasmo e indiferencia. En esta canción, Kurt Cobain, uno de los últimos outsiders del siglo pasado, escribió algunas de sus letras más brillantes llamando mi atención en ese momento (Yo tenía poco más de veinte años y vaya, sí ... que me volví algo grunge).

En el primer verso de la canción, Kurt describe a una chica que conoce, con estas palabras: *'She's over-bored, self-assured'*; algo que traduciría como: *'Está apática, tan segura de sí misma'*

Analizando los Mercados estas últimas semanas, las palabras de Cobain volvieron a mi mente... tras casi 30 años... ¿Por qué? Quizás por esta situación de **Nirvana en los Mercados de Renta Variable**, donde los inversores se muestran **completamente seguros de sí mismos, tan confiados**, mientras que al mismo tiempo podemos estar seguros de que estamos viviendo una de las peores crisis sanitarias mundiales del último siglo, el gasto público y los déficits se han disparado, la inflación es una amenaza real, los tipos de interés reales son pura basura, la amplitud del mercado se ha roto, concentrándose peligrosamente ... y las bolsas han vivido uno de sus mejores años, con valoraciones por las nubes. Es como si los inversores estuvieran tan aburridos y cansados de pensar en estos temas que **hubieran alcanzado el Nirvana. Ya nada puede hacerles daño**. Todo es perfecto y las criptos salvarán al mundo.

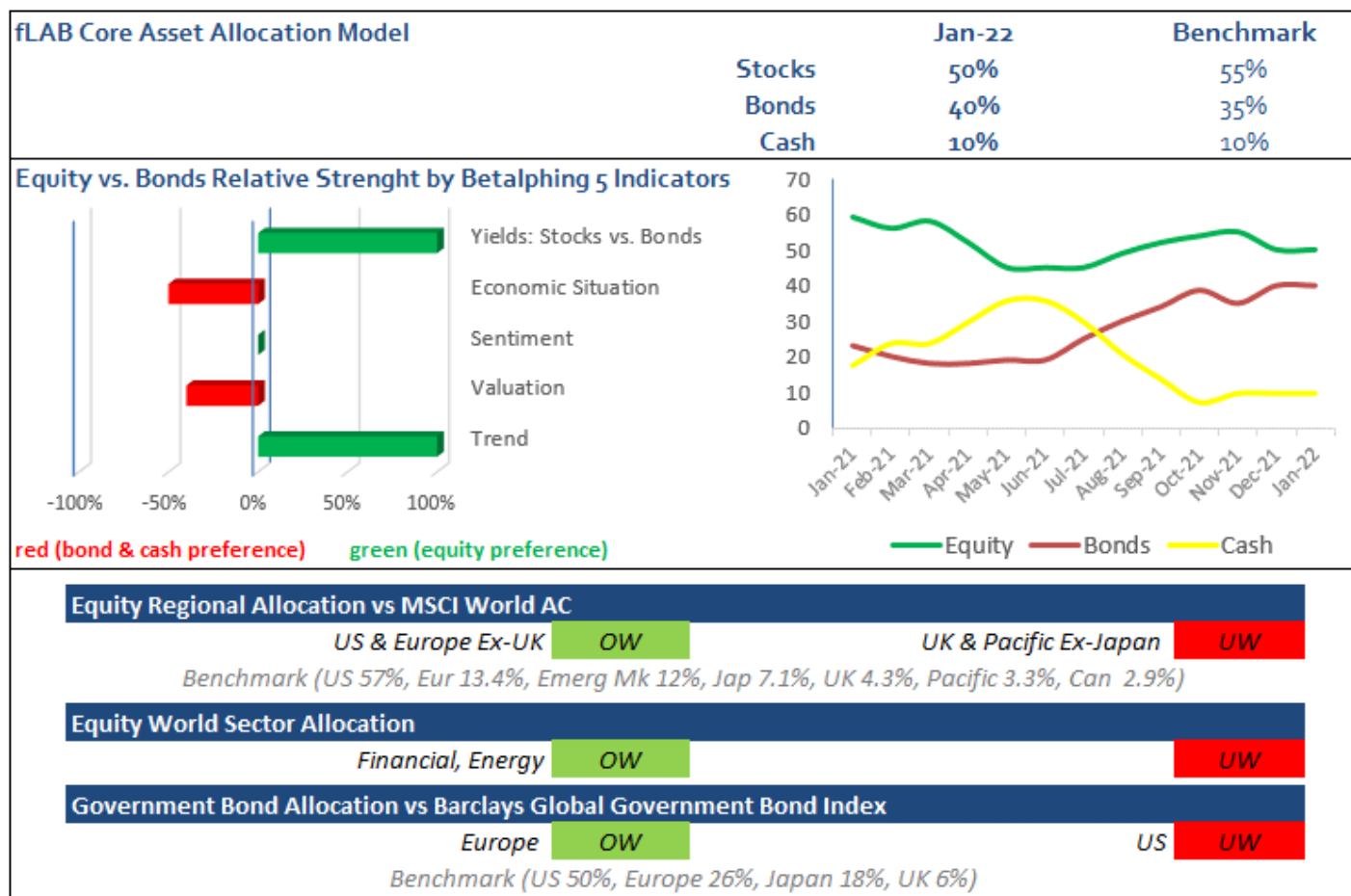
De todos modos, en fLAB manejamos Fondos de Asset Allocation, y si bien es cierto que invirtiendo nuestras carteras al 100% en Renta Variable en los últimos 2 años hubiéramos superado nuestro rendimiento real, no podemos caer en este Nirvana de *Self-Assurance*, **debemos evitar la autocomplacencia y estar preparados para baches en el camino**.

Somos conscientes de que los últimos 2 años de Nirvana han sido causados por la liquidez masiva que fluye de los bancos centrales a todo tipo activos de riesgo: desde criptomonedas y capital privado hasta bienes raíces y compañías listadas. Normalmente, los ajustes de la Fed conducen a una desaceleración del crecimiento y de la inflación. La Fed anuncia que QE debería terminar en marzo de 2022. También sabemos que la liquidez ya ha caído de la zona alcista a neutral. Y si se restan las demandas de la economía real (producción industrial y materias primas PPI) de la oferta monetaria, nos estamos acercando a una zona de liquidez negativa que históricamente ha perjudicado a las acciones y, posteriormente, a la economía. Por lo tanto, debemos reconocer que nos encontramos en una parte complicada del ciclo económico y nos mantendremos atentos en caso de que se necesite un escenario de mayor Risk Off.

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha cerrado el ejercicio con una rentabilidad del 8,24%, manteniendo el buen track record iniciado en 2009.

¡Menudo año el 2021! La bolsa mundial (MSCI ACWI) ha logrado desafiar al COVID y sus variantes así como a la fuerte irrupción de la inflación, cerrando el año con una revalorización del 20%. Estados Unidos ha vuelto a liderar el avance. El S&P 500 ha registrado 70 máximos

históricos (casi nada) hasta ganar un 27% en el año, superando así al Nasdaq Composite por primera vez desde 2015. Este año, Europa no ha defraudado y se ha situado en el tercer puesto (justo detrás de Canadá) con un desempeño superior al 20% (considerando el MSCI Europe ex UK). La mayoría de los mercados desarrollados internaciones han ganado más de un 10% mientras que los mercados emergentes, arrastrados por China, han sido los claros perdedores y han terminado en territorio negativo. En términos de estilo, si excluimos las mega caps, veremos que el Value superó al Growth y que los sectores defensivos fueron los grandes rezagados. Las fuertes ganancias en bolsa han sido posibles, en gran parte, gracias a las revisiones récord de los beneficios empresariales, al crecimiento económico más fuerte en décadas y a un estímulo sin precedentes por parte de los bancos centrales. **Estas condiciones, sin duda, no van a ser tan favorables de cara al 2022. De hecho esperamos que todas ellas reviertan**, lo que sin duda acarreará un aumento de la volatilidad. Aún así, creemos que será un buen año para la renta variable, con subidas generalizadas pero mucho más suaves que las registradas hasta la fecha y con retrocesos más frecuentes. El panorama de la renta fija se presenta, cuando menos, interesante. Transcurridos pocos días de este nuevo año, los rendimientos mundiales se están acercando y en algunos casos superando, niveles críticos. Sin embargo, antes de emprender una mayor reducción de la duración, nos gustaría ver una ruptura de las tires generalizada ya que el año pasado ya vivimos tres "breakouts" sin confirmar desde los cuales los tipos a largo retrocedieron eventualmente. En caso de que se produzca, es probable que veamos una curva de rendimientos más pronunciada pero de manera transitoria, al menos en EEUU, ya que la historia muestra que cuando la FED empieza a subir los tipos, la curva se aplana.



Arrancamos el año invertidos un 50% en bolsa, un 40% en bonos y un 10% en cash. En renta variable, sobreponderamos Europa junto a Estados Unidos y seguimos favoreciendo finanzas y energía. A diferencia de las oleadas de Covid anteriores, estamos viendo un liderazgo sectorial menos orientado al Growth durante la Omicron. Los inversores parecen estar mirando más allá de esta variante menos letal, ya que no se espera que las consecuencias económicas sean tan graves como durante las anteriores. El punto del ciclo en que nos encontramos, tanto a nivel económico, bursátil como de la FED, sugiere que el liderazgo podría ser más defensivo este año. Respecto a la asignación de bonos, preferimos govies europeos frente a Treasuries, con el tapering ya en funcionamiento. En términos de divisa, contamos con un 26% de exposición real a dólar, que

seguiremos gestionando activamente.

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, ha logrado una muy buena rentabilidad, +3,29%, en un año difícil para la renta fija y por ende, para las carteras más conservadoras.

Durante el 2021, nuestro portfolio se ha beneficiado del buen desempeño de la renta variable (15% de exposición), de las commodities (con un peso del 10%) y del dólar (con una exposición media del 18%). Normalmente, los productos básicos y el dólar están inversamente correlacionados, pero este año ambos han logrado retornos positivos (el billete verde se ha revalorizado un 6,9% contra el euro). La escasez de varias materias primas y el aumento de las expectativas de inflación, han catapultado este activo como el mejor del año, con el S&P Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) ganando un 37%. El oro, se ha desmarcado de esta tendencia positiva, cayendo un 3,6%. Los bonos no se han comportado bien, con alguna excepción: TIPS (2,6% del fondo), crédito de baja calidad (2%) y deuda China (con una ponderación del 3,9%). Los govies chinos, totalmente descorrelacionados con el resto, han logrado un retorno estelar (+14% denominados en euros).

El compartimento **comienza el año con la misma asignación de activos**: 54% en renta fija diversificada de baja duración, 29% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. Vemos tres potenciales riesgos para la deuda corporativa y para las acciones de cara a los próximos meses: condiciones monetarias más restrictivas, rendimientos de la deuda más altos y presión en los márgenes. Para gestionarlos, seguiremos adoptando una política de inversión flexible en términos de exposición a bolsa (actualmente en el 15%), de duración (situada ahora en 0,89) y de divisa (contamos con un 20% en dólar). Mantenemos una visión positiva sobre las materias primas (incluido el oro) y sobre el dólar (correcciones y movimientos de consolidación, aparte).

fLAB Core-A awards, Jan 2022

