



It's All About Asset Allocation

Julio 2022, Newsletter#74

El mes de Junio ha sido brutal para gran parte de las carteras. Como buen aficionado a la música de los 80's y 90's (...al parecer soy boomer) pensaba titular el newsletter de este mes con el nombre de uno de mis grupos favoritos: **Golpes Bajos o Siniestro Total** (vigueses ambos). Sabiendo que habíamos entrado en un Bear Market de Equity, la diferencia entre la opción deseable y creo que más correcta (**Mercado Bajista Cíclico dentro de un Mercado Secular Alcista**) **decantaba el título hacia Golpes Bajos**. Si se confirmaba que el Mercado Bajista era el inicio de una fuerte recesión, y que por tanto pudiera incluso ser el inicio de un Mercado Secular Bajista, sin duda el título elegido debería ser Siniestro Total. Sin embargo, como bien me recordaba un amigo y cliente, lo importante es que el cliente siempre tiene razón, y no necesita grandes explicaciones a posteriori ni retórica compleja. Lo que quiere es ganar pasta cuando los mercados suben y perder poquito cuando bajan, por lo cual decidí bautizar al newsletter de Junio con el título de una magnífica canción del primero de los grupos de Vigo: **Malos Tiempos para la Lírica....**

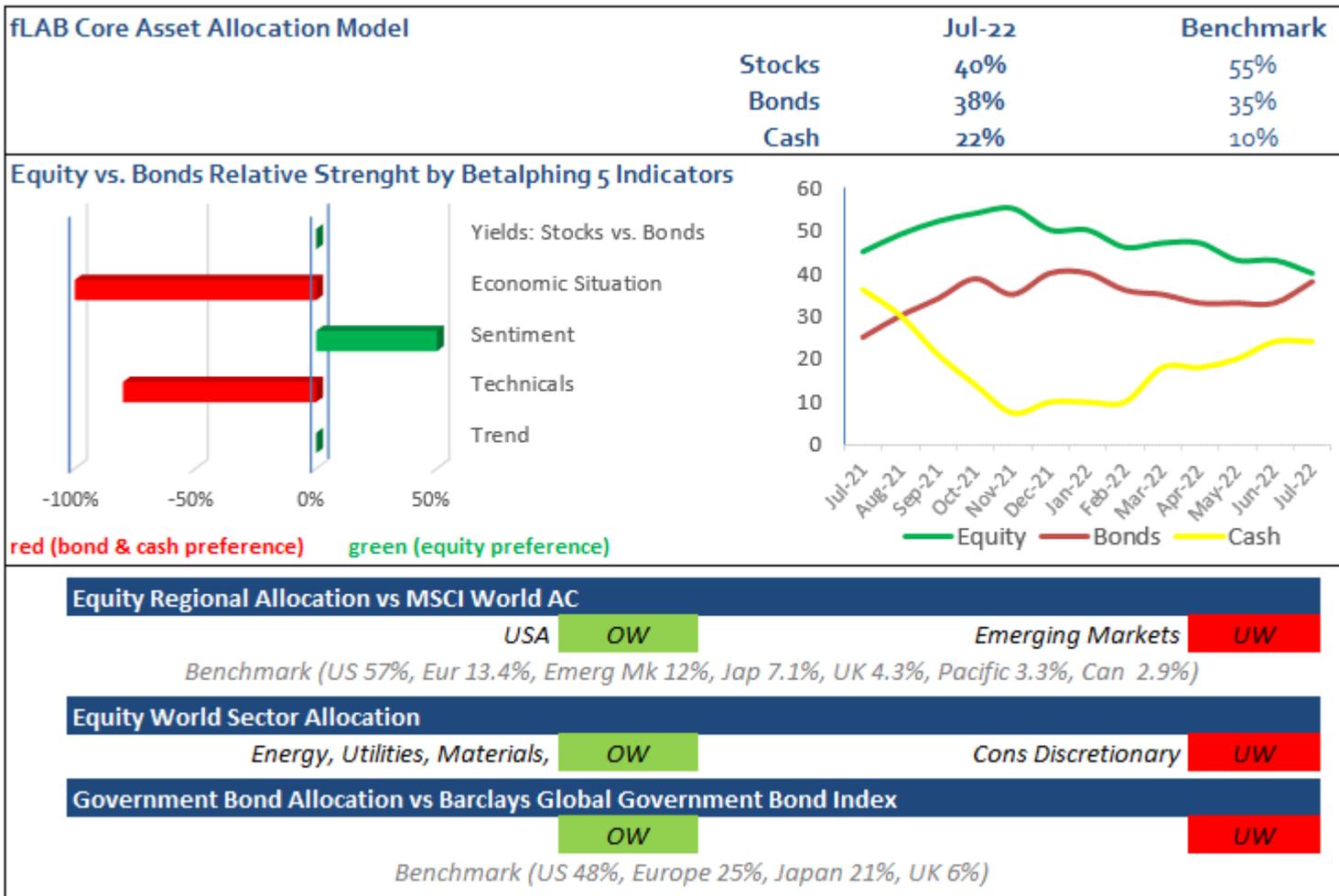
El segundo semestre se presenta cuando menos, desafiante. **Los mercados bajistas no terminan por sí solos, por lo que necesitaremos que algunos factores macro se vuelvan a su favor:**

- Una mejora en el frente de la inflación, indicando que lo peor ha quedado atrás, podría ser suficiente para desencadenar un repunte de la renta variable. La FED, y ahora también el BCE (aunque con menor credibilidad, como nos señala el desplome del Euro), se muestran más agresivos que nunca en restablecer la estabilidad de precios, por lo que cualquier sorpresa positiva en este ámbito podría suavizar/alterar sus hojas de ruta.
- ¿Recesión o no Recesión? Esa es la cuestión. Si logramos evitar el peor de los temores, la bolsa mundial debería rebotar en el segundo semestre. El declive actual ronda la media, en términos de precio y de tiempo, de un mercado cíclico bajista (no el de una recesión).
 - Resultados empresariales: las estimaciones de crecimiento de los beneficios para el segundo semestre apenas se han movido, con lo que los riesgos siguen siendo a la baja. Será clave ver cómo las empresas logran controlar los costes salariales ya que de ello dependerá que las revisiones sean de carácter "benigno" o un precursor "recesivo".
- Mapa político: con la guerra de Ucrania de fondo, las elecciones de medio mandato en Estados Unidos han pasado a un segundo plano, pero irán ganando importancia conforme se acerque la fecha.

Sin embargo, a menudo la evidencia macro sólo se conoce después de que haya comenzado el repunte de mercado, por lo que habrá que prestar especial atención a los indicadores técnicos (señales de impulso generalizadas – Breadth Thrust) y de sentimiento, por ser los primeros en advertir sobre un posible giro. Este último, ya se encuentra en zona de pesimismo extremo, sentando las bases para un eventual rebote.

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha cerrado este semestre en -10,69%

Para julio, nuestro modelo de Asset Allocation se hace eco del **deterioro en la tendencia relativa de las acciones respecto a los bonos**, posicionándose de la siguiente manera: 40% bolsa, 38% bonos y 22% en liquidez.



Las bolsas de las principales regiones del mundo (MSCI ACWI) **han caído de forma generalizada** durante el segundo trimestre (en divisa local). La renta variable americana se ha llevado la peor parte (-17,1%), seguida de la europea (-11.8% MSCI Europe ex UK). La bolsa británica ha sido la más fuerte (-3,8%) y la japonesa (-7%) ha logrado un mejor desempeño relativo gracias al colapso del yen. Los mercados emergentes han registrado un comportamiento débil aunque divergente (con algunos focos de fortaleza). El estilo value ha vuelto a superar ampliamente al estilo growth, pero desde los mínimos en el S&P 500 el pasado 16 de junio, el liderazgo sectorial ha iniciado una tímida transición en favor del segundo. Si los precios de las materias primas y la inflación se estabilizan, las acciones de crecimiento podrían disfrutar de un respiro.

Nuestro modelo sectorial empezó a reducir el sesgo value en mayo y lo hecho nuevamente en junio. **A nivel geográfico**, hemos mejorado US a sobreponderar, rebajado Europa y Canada a neutral e infraponderado mercados emergentes.

Tras un trimestre y semestre fatídicos, la rentabilidad de los principales bonos mundiales ha iniciado en la segunda mitad de junio un notable retroceso. La fuerte desaceleración en el precio de las materias primas y el miedo a la recesión, han llevado a los inversores a comprar deuda a unos tipos mucho más atractivos que hace tan sólo seis meses. **¿Es posible que hayamos visto el pico en el Treasury a 10 años? Si, al menos por ahora.** Creemos que la TIR podría ir moviéndose dentro de un amplio rango lateral (2,65% - 3,50%). Esto nos ha llevado a neutralizar nuestras apuestas geográficas (desde infraponderar Estados Unidos y sobreponderar Europa) y a incrementar la duración total del fondo (desde 2,43 a 2,94). **El dólar ha vuelto a validar su condición de activo refugio por antonomasia**, y ha arrastrado al euro/dólar a su nivel más

bajo en casi 20 años (1.0213 mientras escribo estas líneas). Contamos con un 22% de exposición real.

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, ha cerrado el semestre con una rentabilidad acumulada de -2,41%, que no está nada mal con la que está cayendo.

Y es que las dos únicas clases de activo que han brillado durante este periodo han sido **el dólar y las commodities**. Sin embargo, desde el 9 de junio, hemos asistido a una **corrección generalizada** en el precio de las materias primas que, de continuar, tendría implicaciones en términos de crecimiento e inflación, y por ende, en el mercado en general. Si los inversores perciben la disminución de la inflación como una indicación de que las interrupciones en las cadenas de suministro se han suavizado, que la demanda podrá respaldar al crecimiento, que los bancos centrales ya no serán tan hostiles y que el aterrizaje de la economía será suave, cabría esperar una respuesta positiva del mercado. Mientras que si la atribuyen a una menor demanda y/o temores recesivos, la respuesta sería negativa.

El fondo se encuentra invertido un **50% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración con un 25% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas**, estando el resto en liquidez. En renta fija, creemos que lo peor podría haber quedado atrás, con los temores inflacionistas ya recogidos en gran parte en el precio y una posible desinflación de cara a los próximos meses. Mientras que, en un contexto de desaceleración económica global, más allá del riesgo de tipos de interés cobrará especial relevancia la gestión del riesgo crediticio. Nuestra cartera es y seguirá siendo muy conservadora en este sentido, manteniéndonos muy flexibles, eso sí, en términos de duración (1,78 para la totalidad del fondo). En nuestra cartera táctica contamos con un 15% en renta variable multiestrategia, un 3% en commodities, un 3% en oro y un 3% corto en el iTraxx Crossover. La exposición real a dólar es del 14%.