



It's All About Asset Allocation

Junio 2022, Newsletter#73

Ya lo decía mi abuela, que tenía refranes para todas las estaciones. Sin embargo, también mencionaba a los clásicos "Dios aprieta, pero no ahoga". Y es que en realidad...nos ha ido de un pelo... El pasado 20 de mayo, el S&P 500 no solo logró evitar entrar en territorio bajista (desde un punto de vista técnico, claro está) sino que por fin inició el tan ansiado rebote - "Habemus Rally"- poniendo fin a siete semanas consecutivas de caídas, que se dice pronto.

¿Y ahora qué? **¿Podemos decir que lo peor ha quedado atrás o, por el contrario, aún queda recorrido a la baja durante los próximos meses y debemos incrementar liquidez haciendo caso al refranero de verano?**

Creemos que es pronto para echar las campanas al vuelo. Demasiados frentes abiertos (inflación, subidas de tipos, desaceleración macro y microeconómica, guerra, ralentización en China derivada de su política de tolerancia cero frente al Covid...), en un momento en que los bancos centrales están más comprometidos que nunca en su lucha contra la inflación (primero lo demostró la FED, y ahora parece que es el turno del BCE). Las bolsas han descontado un escenario de desaceleración económica, pero no uno recesivo. Al final, la clave residirá en cuán hábil sea la Reserva Federal en lograr un aterrizaje suave de la economía sin abocarla a la recesión, pues es la mano que gobierna al mundo.

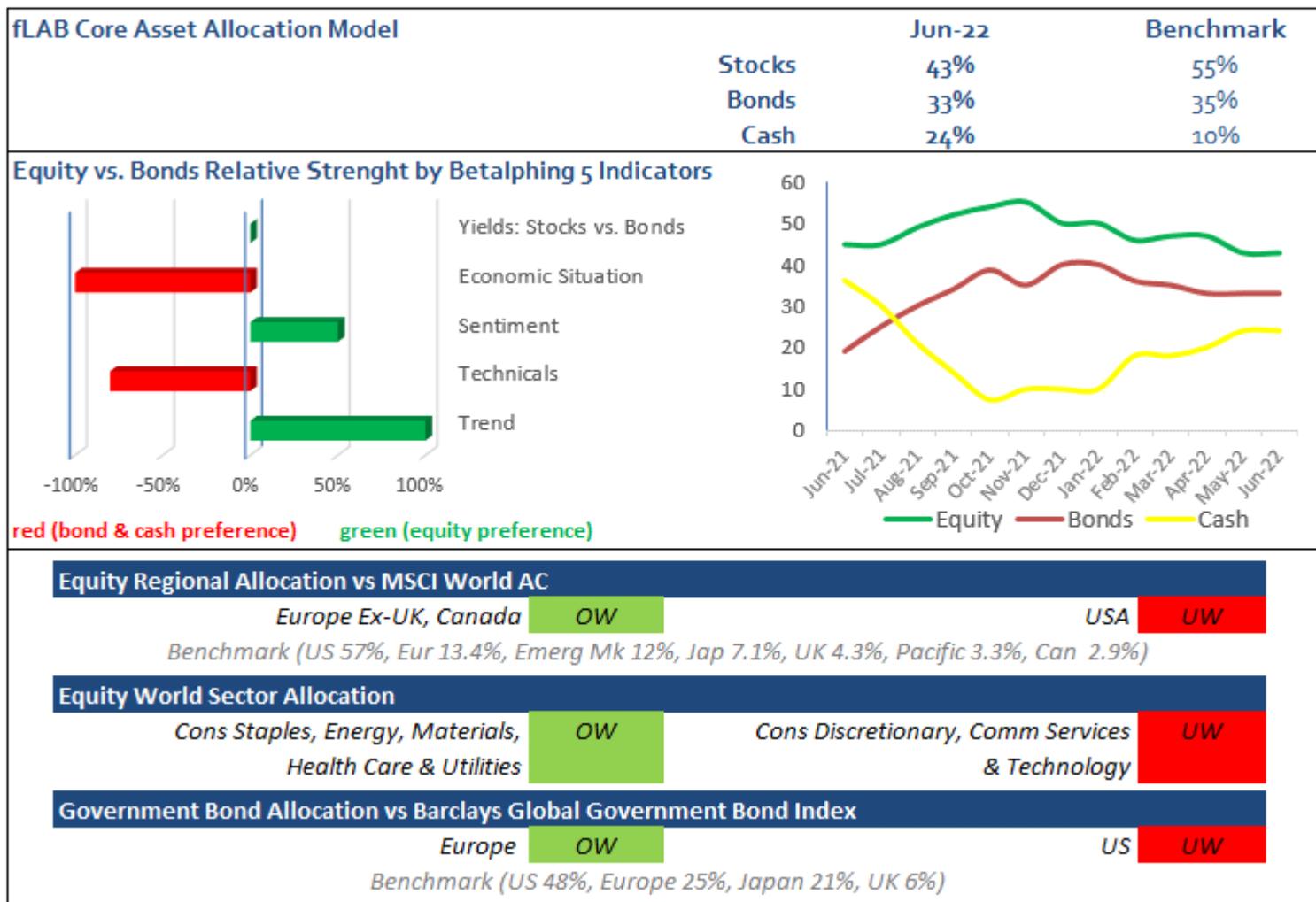
Pero seamos pragmáticos y vayamos por partes. **Históricamente, cualquier proceso de formación de suelo acostumbra a desarrollarse en 4 fases:** Sobreventa, Rally, Retest y "Breadth Thrust" (señales técnicas tempranas que se dan cuando un porcentaje extremadamente elevado de acciones sube a la vez, confiriendo fiabilidad al rebote). Decimos "acostumbra" porque en algunas ocasiones (véase 2018 y 2020) el mercado se saltó la fase tres e inició la recuperación, claro que por aquel entonces la FED era mucho más amigable que hoy. La evolución de la estructura de los mercados de renta variable (con los ETFs y algoritmos de trading adelantando a los fondos tradicionales y a los inversores individuales), también ha contribuido con el tiempo a reducir la probabilidad de que deba darse un nuevo testeo. **El reciente repunte no ha desencadenado las suficientes señales de impulso (breadth thrust) como para pensar que el panorama ya está despejado.** Para asegurarnos de que no estamos viendo una repetición de lo acontecido en marzo (cuando dichos indicadores demostraron ser prematuros y se desencadenó un nuevo tramo a la baja) necesitaremos mayor confirmación. Para ello, se requerirá la participación de todos los sectores de la bolsa mundial (MSCI ACWI), y muy especialmente del sector tecnológico y de consumo discrecional, que tan negativamente han influenciado al índice este año (dada su ponderación del 21% y del 11% respectivamente).

En resumidas cuentas: cuidadín, cuidadín...

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha terminado el mes prácticamente plano (-0,20%), con una rentabilidad acumulada de -7,25% YTD.

Para junio, nuestro modelo de Asset Allocation se mantiene sin cambios: 43% bolsa, 33% bonos y

24% en liquidez.



El S&P 500 se recuperó con fuerza en la segunda mitad de mayo y logró cerrar en verde, mientras que el Nasdaq no pudo. La bolsa mundial (MSCI ACWI en divisa local) también consiguió darse la vuelta aunque se quedó a las puertas de entrar en terreno positivo (-0,23%). Europa, Japón y mercados emergentes tuvieron un mejor desempeño relativo. El Value superó nuevamente al Growth, aunque el liderazgo fue volátil. Los sectores de crecimiento cíclico que encabezaron las ventas masivas estos último meses (tecnología, consumo discrecional y servicios de comunicación) han estado entre los que más han subido desde el 20 de mayo. Mientras que con los sectores defensivos, ha ocurrido lo contrario. Estos cambios de liderazgo no son infrecuentes durante un proceso de formación de suelo. **Nuestro modelo sectorial sigue favoreciendo los sectores de valor versus crecimiento, pero en menor medida que estos últimos meses.** Seguiremos muy pendientes de ver si este incipiente rebote se afianza, antes de ajustar nuestra distribución sectorial que tan bien está funcionando este año. Lo mismo puede decirse de nuestras apuestas geográficas.

Los bonos registraron pérdidas un mes más, con algunas divergencias. La rentabilidad del bono americano a 10 años se giró a la baja tras alcanzar el 3,12% (el pasado 6 de mayo), mientras que la del bono alemán al mismo plazo alcanzó nuevos máximos **ante un giro más hawkish en el discurso del BCE**. Las expectativas de inflación (5-Year/5-Year swap rate), sin embargo, no han confirmado dicho movimiento. En la reunión de hoy se espera que Lagarde anuncie una subida de tipos de interés en julio. La mayoría de los inversores esperan un aumento de 25 pb, aunque se llegó a hablar de un posible incremento de 50 pb. Veremos cómo evolucionan sendos temas. De momento, seguimos infraponderados en términos de duración (2,43 para el conjunto del fondo) y con una exposición real a dólar del orden del 20%.

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, acumula una rentabilidad anual de -0,29% a cierre de mayo.

El fondo se encuentra invertido un 50% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración, un 26% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. No hemos realizado cambios significativos en este entorno tan volátil. Nuestra exposición a materias primas globales (3,48%) y renta variable multiestrategia (16%) han contribuido positivamente a la rentabilidad del fondo mientras que la cartera núcleo de bonos, la exposición a dólar (15%) y a oro (3,6%) han tenido un efecto ligeramente negativo. La tendencia bajista en acciones y bonos de este año, ha conducido ambos activos a niveles de pesimismo extremo no vistos en años.

Desde allí, las bolsas han iniciado un proceso de reversión, léase rebote, ante un mayor convencimiento de que la inflación podría haber tocado techo. Los bonos por su parte (Barclays Global Aggregate) también lo intentaron pero sin éxito, de hecho están registrando nuevos mínimos mientras escribo estas líneas. Seguiremos siendo flexibles en términos de duración (actualmente situada en 1,78 para el conjunto del fondo) y de exposición al riesgo, sin olvidar nuestro objetivo de baja volatilidad. **El fondo está demostrando ser una fantástica opción de inversión para la parte más conservadora de cualquier portfolio.**