



It's All About Asset Allocation

Marzo2022, Newsletter#70

La crisis entre Rusia y Ucrania ha suplantado al COVID, la Fed y la inflación como el problema más apremiante al que se enfrenta el mundo y los mercados financieros, y con razón. Como solemos hacer analistas y gestores en estos momentos, hemos echado la **vista atrás en busca de referencias y hemos encontrado dos periodos análogos** al entorno actual, 1998 (por Rusia) y 2018 (por contar con una FED más hostil). Veamos que implicaciones tuvieron ambos sucesos en los mercados de valores y cómo actuó la Reserva Federal.

La crisis del rublo ruso en el verano/otoño de 1998 fue la culminación de un año de inestabilidad financiera mundial. En aquel entonces, la Fed recortó la tasa de los fondos federales tres veces entre septiembre y noviembre de ese año. Muchos consideraron que las acciones de Greenspan cimentaron lo que se conoce como la "Fed put", que viene a ser el apoyo que ofrece el banco central a los mercados financieros en tiempos de riesgo sistémico. El mercado (tomando como referencia el índice Dow Jones) experimentó una caída que a duras penas podría calificarse como mercado cíclico bajista de la que se recuperó rápidamente (tan solo duró 45 días naturales). La Reserva Federal pudo, en un contexto de sólido crecimiento económico y baja inflación (1,7% en julio de 1998) reducir drásticamente los tipos de interés. Hoy en cambio, la inflación se sitúa en el 7,5%, lo que dificulta mucho su margen de maniobra.

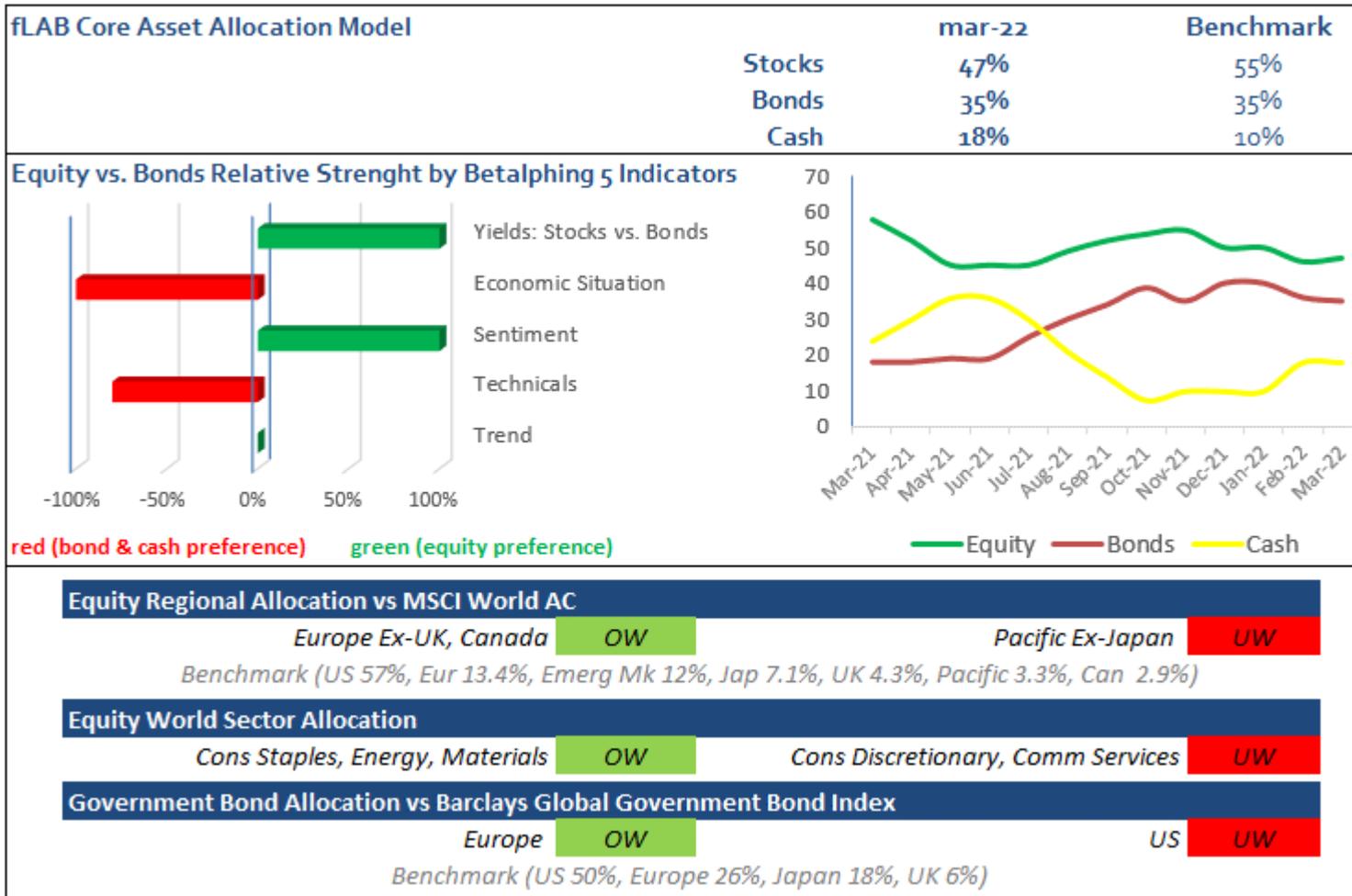
Retrocedamos ahora hasta 2018 (no `paniqueemos´... o al menos no de momento). Powell llevaba siete meses en el cargo cuando el S&P alcanzó su punto máximo y, parecía decidido a eliminar la famosa "Fed Put". De hecho, subió los tipos cuatro veces ese año, incluso cuando el mercado se tambaleaba, convirtiendo lo que podría haber sido una corrección típica en una caída en cascada. Powell salió escaldado y a día de hoy, a buen seguro tiene presente dicha experiencia.

El S&P 500 está siguiendo de cerca el patrón de declive del 2018, hasta la fecha. Que continúe, en forma de otra corrección del orden del 10% hasta principios de abril dependerá de si la FED sigue siendo agresiva aún en el caso de que se deterioren las condiciones económicas. Al igual que en 1998, la FED tenía mayor margen para pivotar en 2018 (con una inflación del 2,3%) que en la actualidad.

Si los mercados financieros se ven presionados, la Reserva Federal deberá preguntarse si cree que las presiones inflacionistas disminuirán en la segunda mitad de 2022, lo cual le permitiría ralentizar el ritmo de las subidas de tipos. Los inversores deberán a su vez calibrar, si menos subidas y/o un menor ajuste cuantitativo es equivalente a la actuación del banco central en los momentos de crisis anteriormente analizados.

Nuestro fondo Flexible Global, fLAB Core, ha cerrado febrero con una rentabilidad del -4,26% en el año, por encima de sus principales competidores.

Para marzo, nuestro modelo de Asset Allocation presenta la siguiente lectura: 47% bolsa, 35% deuda y 18% en mercado monetario. Los indicadores de sentimiento y tipos de interés son favorables a la renta variable, mientras que el debilitamiento en el plano económico y técnico justifican cierta cautela.



La corrección bursátil iniciada a principios de año, se ha intensificado este mes de febrero ante la escalada de tensiones geopolíticas, que finalmente han desembocado en guerra. Como suele suceder en torno a eventos de crisis, los mercados han sobrereaccionado hasta situarse en zona de pesimismo extremo y fuerte sobreventa. Los datos históricos muestran que dichos sucesos suelen conducir a un repunte de mercado, que puede llegar a durar varios meses. Evidentemente **hay excepciones, aunque han sido pocas, y la mayoría han tenido lugar cuando la FED ha pinchado una burbuja**. La bolsa mundial inició un repunte la semana pasada pero todavía es pronto para otorgarle fiabilidad.

En renta variable, hemos infraponderado el sector de comunicaciones y sobreponderado el de consumo no cíclico, manteniendo nuestras apuestas en energía y recursos básicos, favorecidas por los altos precios de las commodities. A nivel geográfico, aumentamos la exposición a Canadá y estamos ligeramente sobreponderados en Europa, de momento. De hecho nuestra cartera de renta variable europea se ha comportado mejor que el Eurostoxx 50, tanto en el mes como YTD. La renta fija no ha ayudado en el cómputo del mes pero sí desde que se ha recrudecido el conflicto. De hecho, tras el endurecimiento de las sanciones a Rusia el pasado fin de semana, los inversores buscaron rápidamente refugio en los govies. Estos pánicos compradores, sin embargo, no suelen durar mucho. **Y más con una FED rezagada en su lucha contra la inflación**. Hemos aprovechado el repunte de estos días para reducir la duración del portfolio, situándola en 2.92. En términos de divisa, hemos rebajado tácticamente la exposición real a dólar de 25% a 15%.

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, se ha comportado francamente bien en febrero (+0,28%), y en marzo ya se sitúa en terreno positivo, +0,79% YTD, que no es poco con la que está cayendo.

El compartimento se encuentra invertido un 46% en renta fija diversificada de bajo riesgo y duración, un 33% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez.

Durante este mes, el fondo se ha visto muy favorecido por la escalada en el precio de las materias

primas. En este sentido, contamos con un 2,9% en global commodities, un 3,7% en metales industriales (ambos se han revalorizado más de un 6%) y con un 7,6% en oro, que ha recuperado su condición de activo refugio (revalorizándose un 5,85%, la versión euro hedged). Nuestra posición corta en el iTraxx Crossover (3,7% de la cartera) también ha ayudado en un contexto de aversión al riesgo (subiendo un 2,3%). La asignación en renta variable multiestrategia (12%) ha retrocedido en línea con el mercado, a excepción de los bancos europeos (2,10% de exposición) que han registrado fuertes caídas (-11%) sobre todo desde que estallara el conflicto. Hemos aprovechado el fuerte repunte de volatilidad de finales de febrero para incrementar, tácticamente, nuestra exposición a bolsa (+3,5%) situándola en el 15%. La parte de deuda (pública y privada) ha retrocedido un mes más. La posición corta sobre el tramo largo de la curva de tipos alemana y americana (3% respectivamente) nos ha ayudado a paliar el débil comportamiento de la renta fija. Tanto el dólar (dónde ahora tenemos un 15% de exposición) como el yen (que pesa un 5%) se han fortalecido ante la escalada de tensiones, pero en el mes el efecto ha sido prácticamente plano. Seguiremos siendo flexibles, en términos de exposición a bolsa y duración (0,63 para la totalidad del fondo), sin olvidar nuestro objetivo de baja volatilidad.