



It's All About Asset Allocation

Noviembre 2022, Newsletter#77

La noción de que los bancos centrales deben **buscar un determinado nivel de precios** es muy nueva y tal vez una majadería (como me gusta esta palabra). Durante la mayor parte de su historia, los objetivos de los bancos centrales fueron financiar al gobierno, aumentar las reservas de metales preciosos y mantener el valor de la moneda. En los años 70, el monetarismo se centró en controlar la oferta monetaria para estabilizar la economía. Fue solo después de que las políticas monetaristas derrotaron la inflación que los economistas centraron su atención en el crecimiento de los precios, en lugar de la oferta monetaria.

El objetivo del 2% en sí mismo tiene un origen puramente anecdótico. El gobernador del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, Don Brash, lo mencionó casualmente en una entrevista televisiva en 1988 como un objetivo que no parecía ni demasiado alto ni demasiado bajo. Este objetivo se extendió primero al Banco de Canadá y al Banco de Inglaterra en 2003. El objetivo del 2% solo se convirtió en el objetivo explícito de la Reserva Federal americana en enero de 2012. Y el diplococus europeo del BCE lo adoptó en Julio de 2021 (unos lince).

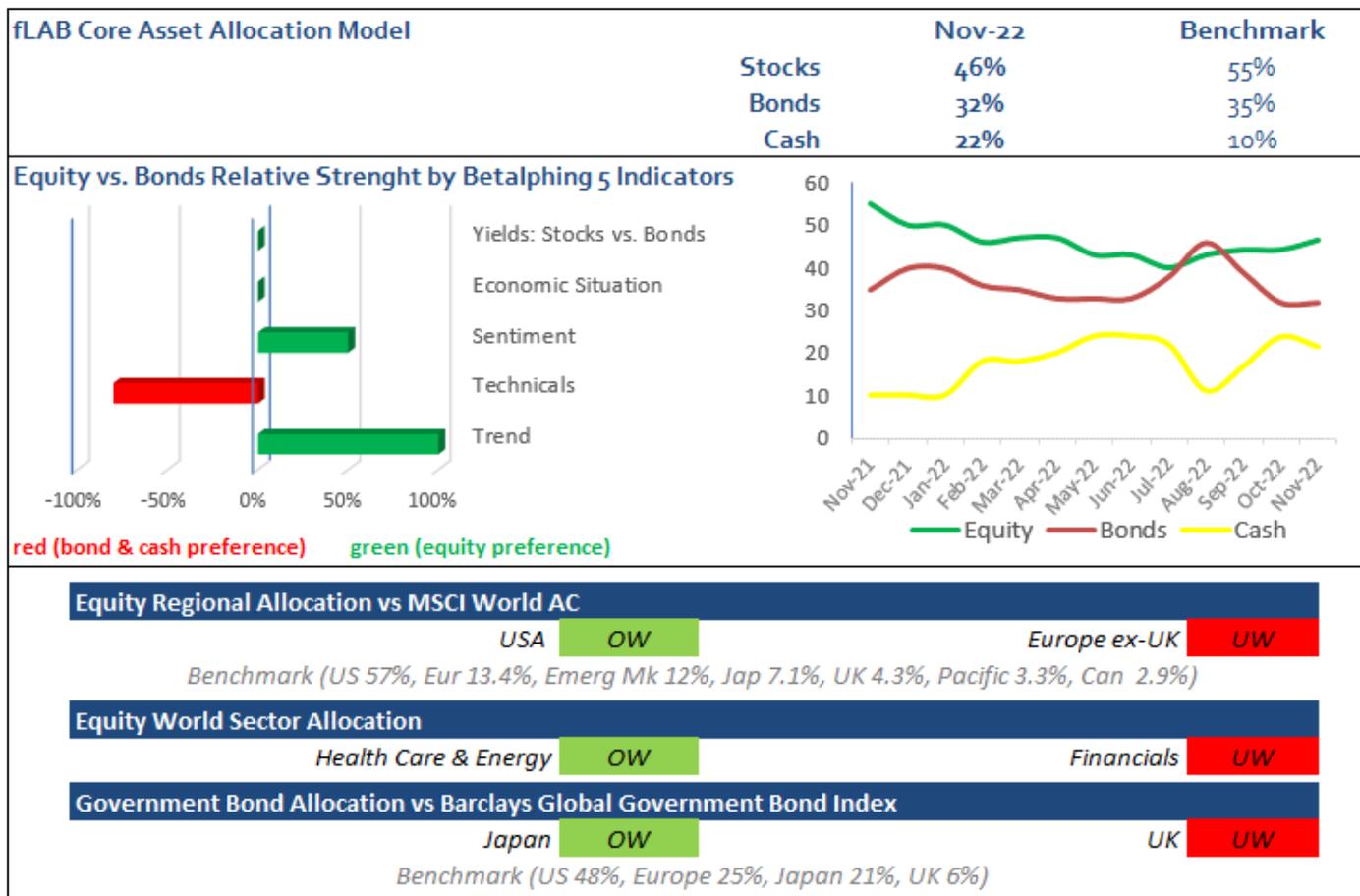
Mirando la historia de la inflación uno observa rápidamente como ese 2% es simplemente un brindis al sol, por tanto, **si la inflación no tiene una "tasa natural", ¿cuál sería el nivel óptimo de inflación?** Tal vez, la inflación es una variable que deba ajustarse a las diferentes necesidades demográficas, sociales y económicas de los distintos períodos históricos. Así, la meta del 2% puede haber sido apropiada desde 1990 hasta la década de 2010, pero es más que probable que no sea la tasa natural de inflación para la década de 2020.

Los vientos de cola deflacionarios de esas décadas se han detenido o revertido, provocando hechos extraordinarios : la balanza por cuenta corriente japonesa registró su primer déficit mensual en 50 años en enero. También lo hizo Alemania en mayo. La escasez mundial de chips, el aumento de los precios de la gasolina y los bloqueos en China son una combinación mortal de tres golpes para las exportaciones más preciadas de Alemania: su producción de automóviles se ha reducido a la mitad desde su pico anterior a la COVID-19.

Probablemente ese objetivo del 2% no sea el 11º mandamiento ni esté cincelado en piedra, sino un simple ejercicio de voluntarismo como pueda serlo la reducción de la deuda del Barça o que yo me compre un Aston Martin . **Tal vez los bancos centrales deberían fijar objetivos flexibles que puedan ajustarse para adaptarse mejor al entorno económico del momento y las metas sociales.** Al imponer un objetivo artificial del 2%, los políticos pierden una herramienta política. Esto no importó en las últimas tres décadas porque la tasa estructural de inflación era baja por componentes económicos, sociales y demográficos, pero la próxima década de inflación secular requerirá que los políticos renuncien al becerro de oro del objetivo del 2%. Gordon Gekko hoy cambiaría su "Greed is Good" por un rumboso "Let Inflation Run"

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, se ha revalorizado un 1,79% en octubre, situándose en -12.99% YTD.

Para noviembre, nuestro modelo de Asset Allocation incrementa ligeramente la inversión en bolsa (+2%) en detrimento del cash, posicionándose de la siguiente manera: 46% bolsa, 32% bonos y 22% en liquidez. La fuerte revalorización bursátil acontecida este último mes unida al mal comportamiento de la deuda soberana han revertido nuestros indicadores de tendencia relativa a favor de la renta variable.



En un contexto de pesimismo extremo y mercados de riesgo devastados, **el mero indicio de que la Fed podría emprender subidas de tipos menores sirvió de revulsivo** para desencadenar un fuerte repunte en las bolsas en octubre. El Dow Jones capitaneó el avance, con una subida del 13,95%, sellando así su mejor mes desde enero de 1976. Mientras que, el Nasdaq 100 quedó muy rezagado (+3,96%) lastrado por el mal desempeño de las FANMAG tras sus débiles resultados. El S&P 500 quedó en término medio (+8%). Los mercados emergentes fueron la nota discordante (-3,15% en dólares), arrastrados por el desplome de las bolsas chinas. En términos de estilo, el Value superó abrumadoramente al Growth, siendo los sectores energético e industrial los que mejor se comportaron. A mediados de mes, incrementamos la exposición a valor: sobreponderamos energía & farma, mejoramos recursos básicos a neutral e infraponderamos consumo discrecional. A nivel geográfico, seguimos apostando por Estados Unidos.

En renta fija, las tises de la deuda pública mundial también se hicieron eco de la noticia y revirtieron ligeramente su tendencia alcista, aunque no lo suficiente como para esquivar las pérdidas. Mientras **los bancos centrales no aflojen su política monetaria restrictiva**, es evidente que los bonos van a seguir bajo presión. Sin embargo, basta con observar los rendimientos actuales (la referencia del bono americano a 10 años ha llegado a superar el 4,2% por primera vez desde 2008 y las referencias a 3 meses y 5 años cotizan en niveles no vistos desde 2007, por citar algunos ejemplos) para entender por qué son cada vez más las voces y los inversores que empiezan a reconsiderar esta clase de activo. Por no decir que **el porcentaje de acciones del S&P 500 que cuenta con unos dividendos superiores al 10-year Treasury se ha desplomado del 78% en marzo de 2020 hasta el 12,5% actual**. Para este mes mantenemos un 32% de exposición a deuda así como nuestras preferencias en términos geográficos y seguimos infraponderados en términos de duración (3,06 para el conjunto del fondo). La cartera cuenta con un 11% de exposición real a dólar el cual seguiremos gestionando activamente.

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, acumula una rentabilidad de -6.04% en lo que llevamos de año.

El compartimento está invertido un 46% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración (3,48), un 27% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. El fondo se ha beneficiado de la recuperación de la bolsa mundial con un 13% de exposición, la cual

hemos incrementado tácticamente hasta el 17%. En un mes marcado por el apetito por el riesgo, nuestras apuestas más defensivas y descorrelacionadas se han resentido en términos de rentabilidad, como es el caso del oro (3% de la cartera) que ha registrado su séptima caída mensual consecutiva y nuestra apuesta corta en el iTraxx Crossover (3,2%), que tan bien está funcionando este año (+ 5,66% de rentabilidad acumulada). Si a ello le sumamos el débil comportamiento de la renta fija en general, pública y privada, entenderemos mejor que el fondo haya retrocedido ligeramente en el mes. Actualmente contamos con un 8% de exposición real a dólar. Seguiremos siendo flexibles en términos de exposición al riesgo y duración (1,61), para aprovechar las oportunidades derivadas de la alta volatilidad de los mercados.