



It's All About Asset Allocation

Octubre 2022, Newsletter#76

En uno de sus últimos discos, Pau Donés publicó una pequeña joya: 'Tiempo', en el que reflexionaba sobre lo inabarcable y escurridizo del propio concepto Tiempo. Estaba escuchando esa canción <https://youtu.be/nmQAiRyb-eY> cuando pensé en lo complicado que lo hacemos todo, especialmente al tratar de adivinar el tiempo futuro cuando ni nos ponemos de acuerdo en definir lo que sucede en el tiempo presente: Recesión, Depresión, Estancamiento... lo cual no es baladí.

Curioso Elemento el Tiempo.

Por suerte, existen organismos, como el National Bureau of Economic Research, el cual ha determinado cuidadosamente que ha habido 34 recesiones distintas en los EEUU desde 1857, que abarcan un total de 578 meses. Como sabéis, en EEUU es el **NBER quien dictamina si la economía ha entrado en recesión**, y dicho evento no consiste simplemente en encadenar dos trimestres de PIB negativo (que es como los bancos de inversión suelen definir una recesión técnica), sino a un cálculo más complejo de indicadores mensuales que incluye el empleo, los ingresos personales y la producción industrial, así como el crecimiento del PIB trimestral. Es decir, el NBER es el juez del Tiempo: define por donde nos movemos, en términos económicos.

Hecha esta introducción del todo necesaria para saber de qué estamos hablando, **queremos observar cómo se han comportado el índice S&P 500, el IPC de EE. UU. y la tasa del Tesoro a 10 años en dichos periodos de 'Recesión Oficial'**. Afortunadamente, contamos con Robert Shiller, MIT PhD y Premio Nobel en 2013 (y su increíble web con base de datos desde 1871 <http://www.econ.yale.edu/%7Eshiller/data.htm>). Nuestro colega, Vincent Deluard, economista jefe de Stonex en San Francisco, nos lo resume con este cuadro:

Asset Returns, Rates, and Inflation During Recessions

	S&P 500 Index total return	10-year Treasuries total return	10-year rate (start)	10-year rate (end)	Inflation (start)	Inflation (end)
Pre 1945	-0.7%	4.7%	3.8%	3.7%	6.7%	-1.4%
1945 to 1966	22.2%	9.0%	3.1%	2.7%	1.7%	0.9%
1966 to 1982	1.7%	15.5%	10.6%	8.6%	10.3%	9.1%
1982 to present	5.1%	21.1%	4.7%	5.6%	3.5%	1.8%

- Los rendimientos de los activos durante el período anterior a 1945 son los más cercanos al arquetipo de la recesión: las acciones perdieron valor, los bonos del Tesoro a largo plazo subieron, las tasas bajaron, la inflación se desplomó.
- Las recesiones entre 1945 y 1966 fueron breves y moderadas y en su mayoría fueron causadas por la desmovilización posterior a la Segunda Guerra Mundial y la Guerra de Corea. Apenas

afectaron al nivel bajo y estable de los tipos y de la inflación que caracterizó esta era, y las acciones subieron durante estas recesiones.

- En los años 70, las recesiones tuvieron poco impacto en la inflación (no había manera de controlarla) y en los rendimientos de los bonos, pero fueron devastadores para los rendimientos reales de las acciones. Lo que es más sorprendente, los bonos del Tesoro a largo plazo se comportaron muy bien, con una rentabilidad nominal del 15,5 %. La mayor parte de ese rendimiento provino de un carry muy alto: los rendimientos del Tesoro a 10 años promediaron el 10,6% al comienzo de las recesiones de los años 70.
- Los bonos del Tesoro a largo plazo han sido el activo de mejor desempeño durante las recesiones desde 1982. Durante este período, la inflación cayó durante las recesiones, por lo que las acciones (el activo de crecimiento) y los bonos del Tesoro (el activo deflacionario) estaban inversamente correlacionados. Las acciones aún registraron rendimientos reales positivos durante las recesiones porque la "put de la Fed" redujo la duración y la profundidad de los shocks del Equity.

En resumen, lo más destacado del análisis de los diferentes activos en periodos recesivos en EEUU reside en que **es difícil encontrar mucha consistencia en la relación entre las recesiones y el desempeño de los activos. Las acciones no siempre tienen un rendimiento inferior durante las recesiones, probablemente porque el mercado de valores tiende a liderar la economía con una antelación media de unos nueve meses** y, por lo tanto, las recesiones se descuentan, al menos en parte, antes de cumplir con los criterios del NBER. Del mismo modo, los tipos de los bonos a largo plazo no siempre caen y los precios de los bonos del Tesoro no siempre se disparan. El único efecto consistente es una caída de la inflación durante los períodos de recesión, pero el tamaño de estas desinflaciones también varía.

Los datos que manejamos hoy, a finales de mes de Septiembre, y sin haber sido decretada una recesión oficial por parte del NBER, son los siguientes:

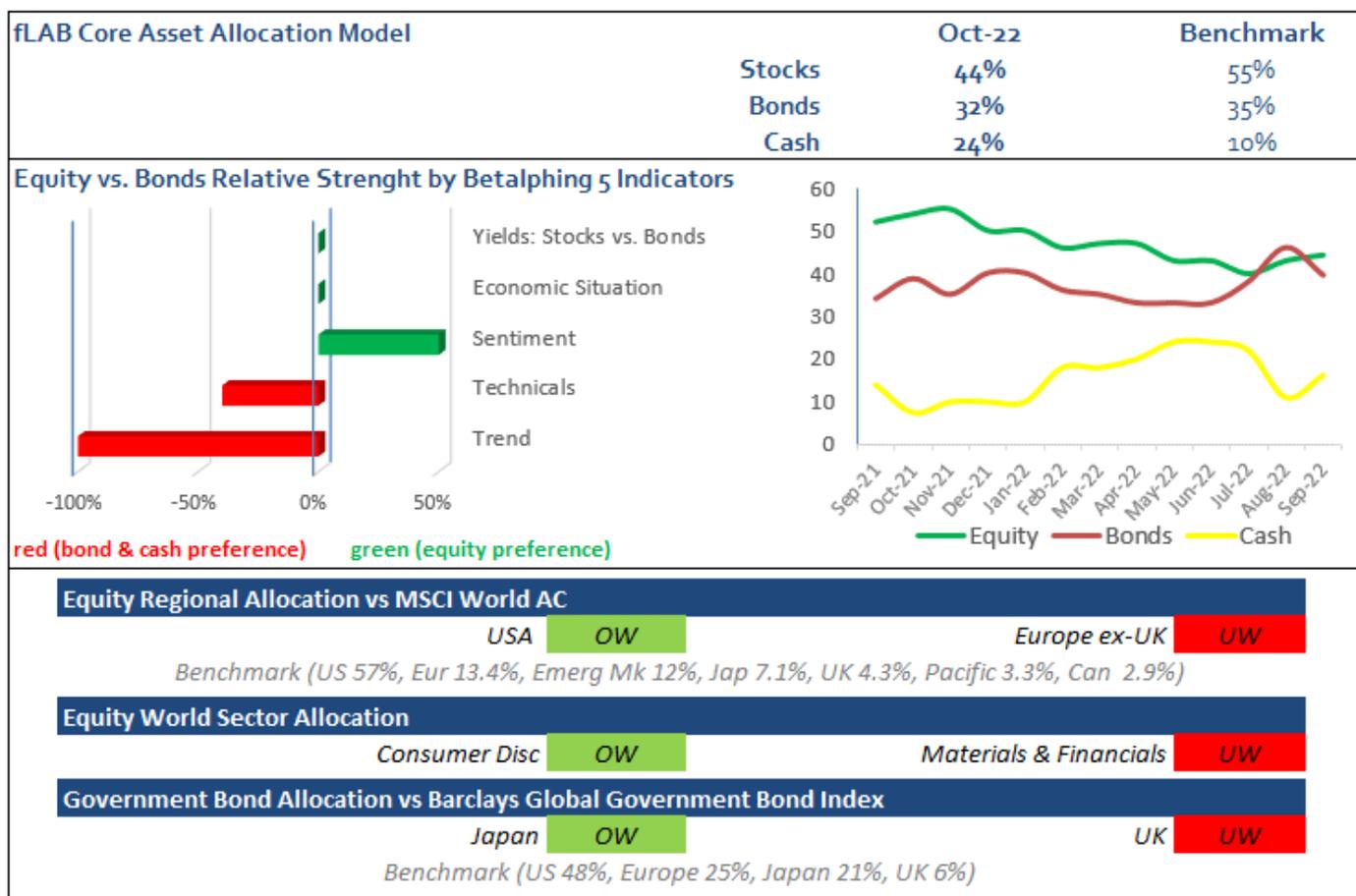
El S&P 500 ha llegado a caer un 25.80% desde los máximos de Enero (9 meses de caída), los tipos del US Treasury a 10 años se encuentran en el 3.65% (tocaban el 4% hace unos días) y su subida ha provocado el mayor descalabro en la industria de los fondos de renta fija de las últimas décadas. Por su parte, la inflación, desaforada entorno al 8.3% (máximo del 9.1% en Junio) tras absorber las mayores inyecciones de liquidez en la economía moderna por el efecto COVID.

En resumen: **descalabro de los activos que se valoran por descuentos de flujos (Bolsa y Bonos) que llevan una buena penitencia antes de haber sido condenados.** Me niego a ver la situación actual como una repetición de los lisérgicos 70's. El shock en precios se debe principalmente al exceso brutal de liquidez inyectado a los agentes económicos tras el terremoto Covid, al shock de oferta de muchas materias primas y las trabas al transporte y a la libre circulación, sin olvidar la situación de caos e incertidumbre por los efectos de la guerra de Ucrania.

Es cierto que el shock de inflación ya se está trasladando a la subyacente, más sticky y socialmente conflictiva, pero si nos abstraemos del pesimismo imperante y nos centramos estrictamente en la valoración de activos, la situación actual, para un inversor a medio plazo, es más prometedora que la que teníamos hace un año.

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha cerrado el terrible mes de septiembre con una rentabilidad acumulada de -14,52%.

Para octubre, nuestro modelo de Asset Allocation incrementa la liquidez un 8%, reduciendo así renta fija (-7%) y renta variable (-1%). Los indicadores de tendencia relativa han pasado de favorecer acciones a favorecer bonos, lo cual nos hace permanecer cautos.



Los mercados de renta variable han vivido una auténtica sangría durante este último mes. Wall Street ha registrado la peor caída mensual desde marzo 2020 (Dow Jones -8,8%, S&P 500 -9,23% y Nasdaq 100 -10,5%), arrastrando así a la bolsa mundial (-8,4% para el MSCI ACWI en divisa local). El bloque emergente se ha llevado la peor parte (-11,7% en dólares) mientras que Europa, esta vez, ha logrado un mejor desempeño en términos relativos (-5,6%). **Desde un punto de vista técnico, los mercados han cerrado septiembre en un punto crucial**, con las principales bolsas cotizando ligeramente por debajo de los mínimos de junio y amenazando con experimentar un nuevo tramo a la baja. Tan sólo contábamos con **un elemento a favor, el pesimismo extremo**. Nuestros indicadores de sentimiento (de corto y medio plazo) alcanzaron niveles clave, que históricamente han sido consistentes con la formación de un suelo a corto plazo. Las bolsas han iniciado octubre rebotando con fuerza, animadas por las buenas noticias de estos últimos días (marcha atrás de Truss en su plan de recortar impuestos a los más ricos y subida de tipos menor de los esperada en Australia) y por la fuerte sobreventa. Creemos que **es pronto para pensar que lo peor ya ha quedado atrás**, en un entorno macro y monetario todavía desafiantes.

La renta fija ha vuelto a incurrir en pérdidas en un periodo marcado por las subidas de tipos de interés de los principales bancos centrales y por la crisis de pánico de los rendimientos ("yield melt-up") desatada a raíz del agresivo paquete fiscal anunciado en el Reino Unido. Los últimos movimientos (compra de bonos por parte del Banco de Inglaterra y rectificación por parte de la "Premier") han servido para calmar a los mercados de deuda pública. Hemos aprovechado el retroceso en las rentabilidades de estos últimos días para reducir la exposición hasta el 32%. Seguimos estando infraponderados en términos de duración (3,19 para la totalidad del fondo). A finales de mes, incrementamos tácticamente la cobertura de nuestra posición en dólar, quedándonos con un 10% de exposición real.

Nuestro Fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, ha finalizado el trimestre con una rentabilidad acumulada de -5.60%.

El compartimento se encuentra invertido un 44% en una cartera diversificada de renta fija de bajo riesgo y duración (3,48), un 22% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. La cartera no ha sido inmune a las caídas acontecidas en las principales clases de activo. El dólar (14% de exposición) ha sido el único activo dónde refugiarse, una vez más. Las materias primas globales (3,3% del fondo) han continuado su proceso de reversión desde los máximos de junio, el oro (que representa un 3%) ha firmado su sexta caída mensual consecutiva (-3%) y la renta variable multiestrategia (12% del fondo) ha retrocedido en línea con el mercado. La cartera núcleo de deuda (pública y privada) se ha visto perjudicada en términos de duración y por la ampliación de los spreads, y eso que es conservadora. Al igual que en fLAB Core, hemos incrementado la cobertura de nuestra posición en dólares, quedándonos en este caso con un 5% de exposición. Seguiremos siendo flexibles en términos de duración (1,55 para la totalidad del fondo) y de exposición al riesgo, siempre cumpliendo con nuestro objetivo de volatilidad.

fLAB Core-A awards, June 2022

