



It's All About Asset Allocation

Enero 2023, Newsletter #79

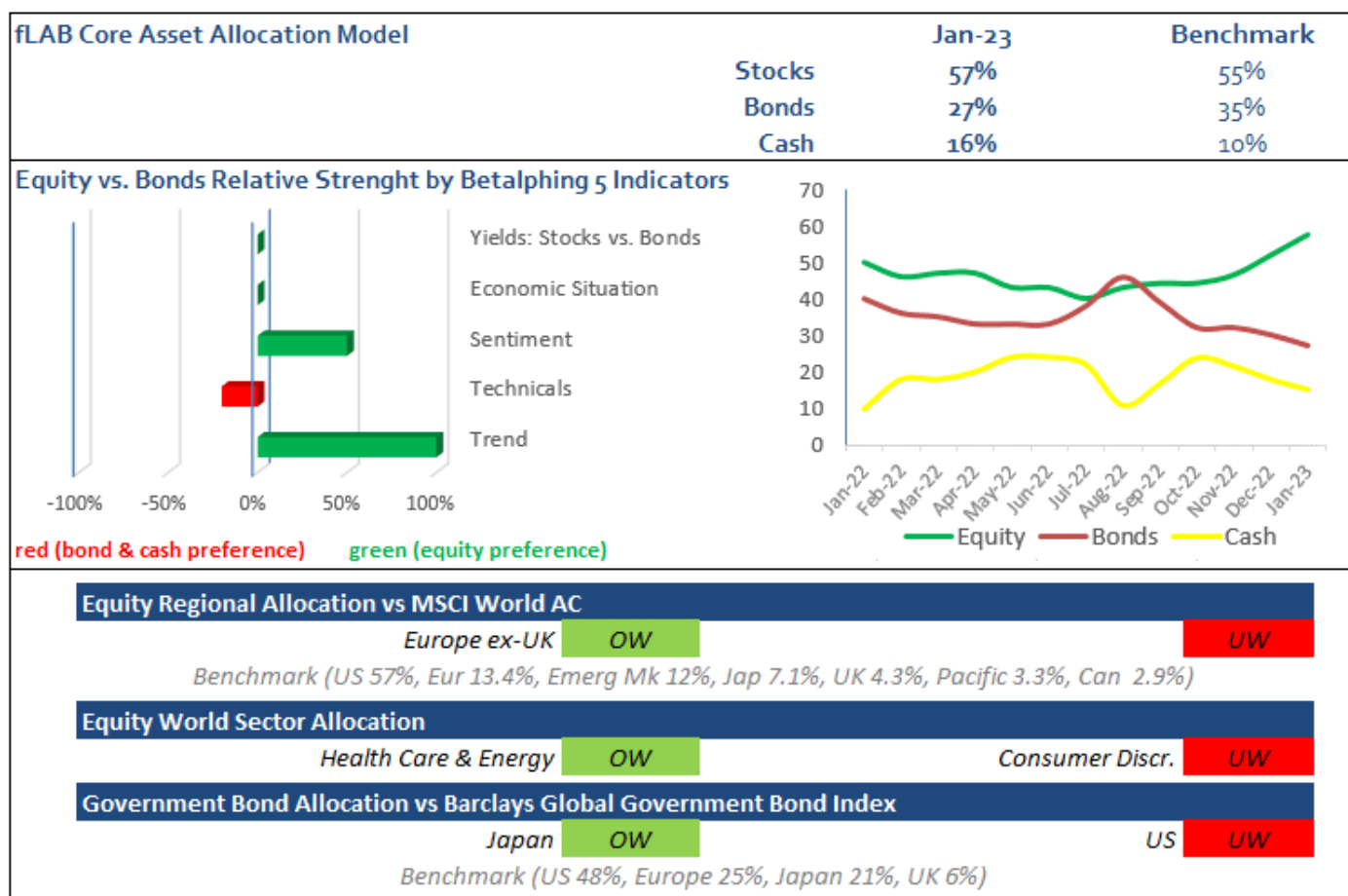
Por fin hemos dejado atrás un año que pasará a formar parte de la historia en materia económica y financiera y, por qué no decirlo, unos guarismos en rojo para acciones y bonos imposibles de revertir. Los impulsores, ya los conocemos todos: la inflación más alta y el ciclo de ajuste de tasas de interés más agresivo de los últimos 40 años, la reapertura desigual post-Covid y la guerra entre Rusia y Ucrania. Desde el punto de vista de los mercados, **ha sido un año insólito a muchos niveles**. A diferencia de 1929, 1987, 2000 y 2008, no ha habido un crash bursátil. Sin embargo, el S&P 500 ha tenido que lidiar con 8 correcciones del 5% y con 3 del 15% (cuando la media histórica suele ser de 3 y 1, respectivamente) seguidas de rebotes fallidos, registrando así su peor caída desde 2008 (-19,4%). La masacre en el mercado de bonos ha sido histórica y ha estado dominada por el riesgo de tipo de interés: a mayor duración, mayores pérdidas.

Encaramos **el nuevo año con los mismos desafíos macro con los que despedimos el anterior, es decir: Más De Lo Mismo**. Los bancos centrales más importantes del mundo seguirán manteniéndose firmes en su compromiso de doblegar la inflación con más subidas de tipos durante el primer trimestre y, en el plano económico, vamos a tener que lidiar con un posible frente recesivo tanto en Europa como en Estados Unidos. Los datos de actividad económica y de empleo publicados la semana pasada al otro del Atlántico, aunque divergentes, fueron bien recibidos por el mercado. La resiliencia del mercado laboral y la desaceleración del crecimiento salarial en diciembre ejercieron de contrapunto a la contracción desde el punto de vista manufacturero y de servicios, pues los inversores rápidamente descontaron que la FED podría optar por menores alzas en los tipos de interés. Pero la Reserva Federal no aflojará a la primera de cambio, o al menos no debería hacerlo.

En el plano micro, radica el otro gran riesgo para las bolsas, dado que los beneficios empresariales van a ser probablemente revisados a la baja. Las estimaciones de ganancias del consenso son aparentemente elevadas (sobre todo para el 2º y 3er trimestre) aun sorteando una recesión y fantasiosas, de caer finalmente en ella. **Aquí la clave residirá en la magnitud**. Si la economía logra un aterrizaje suave, las revisiones podrían ser pequeñas y fáciles de digerir por el mercado pero si se confirma el peor de los escenarios, las revisiones podrían ser las más grandes desde el cierre por Covid en 2020. Para que nos hagamos una idea, las ganancias del S&P 500 suelen disminuir, en promedio, a una tasa anual del 24,4% cuando hay recesión. Uno podría verse tentado a tratar de predecir el fin del mercado bajista en base a este criterio, pero no es tan fácil puesto que los beneficios empresariales suelen quedar rezagados respecto al mercado de valores y la economía.

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha cerrado este "annus horribilis" con una rentabilidad del -13,22%.

Para enero, nuestro modelo de Asset allocation incrementa la inversión en bolsa (+5%) en detrimento de los bonos (-3%) y el cash (-2%). Los indicadores de tendencia relativa y de sentimiento se muestran más favorables para la renta variable que para la renta fija. Así, empezamos el año invertidos un 57% en Equity, un 27% en deuda y el restante 16% en liquidez.



La bolsa mundial (MSCI ACWI) ha cerrado su peor año desde la crisis financiera de 2008, con una caída del 17% (en divisa local). Por regiones, nos encontramos con que Estados Unidos ha sido la clara perdedora (al hundirse un 20%) rompiendo así una racha de seis años de rendimiento superior al resto del mundo, mientras que Reino Unido ha sido la clara ganadora y la única en cerrar en positivo. Esta **disparidad se explica por la diferente composición sectorial** de sus índices; el primero tiene una gran ponderación en sectores de crecimiento mientras que el segundo la tiene en sectores defensivos y relacionados con las materias primas. El gran problema del growth este último año ha sido el mal desempeño de las mega-caps tecnológicas, las FANMAG, que han caído un 37,5% en el año, y han seguido un patrón similar al de otras burbujas una vez han estallado (desde su pico, el 27/12/2021). Un movimiento que a su vez, queda enmarcado por la gran rotación del growth al value.

Comenzamos el año en la misma tónica y con nuestro modelo sectorial favoreciendo la inversión en valor. Las bolsas estrenan el mes rumbosas, tras el fallido rebote de fin de año, amparadas en un mejor sentimiento inversor ahora que China además ha abandonado su política de "Covid Cero". A ver si las primeras publicaciones de resultados (hoy rinden cuentas los grandes pesos de la banca americana) siguen el buen tono del IPC yankee y nos permiten ni que sea, el "Efecto Enero".

A los inversores en bonos también les gustará olvidar el pasado año, en el que **la renta fija sufrió su peor registro** (nuestro benchmark de govies mundiales cayó un 14%). Mientras los bancos centrales sigan manteniendo una política monetaria restrictiva, es evidente que los bonos van a seguir bajo presión. Sin embargo, creemos que **el grueso del aumento de los rendimientos ya ha quedado atrás** y que en U.K. y en Estados Unidos probablemente ya hayamos visto el pico de las yields, y que éstas se muevan dentro de un amplio rango lateral durante el primer trimestre (3,4% - 4,30% en el caso del Treasury americano a 10 años).

Mientras que en Europa, no podemos descartar un nuevo asalto o superación de los niveles máximos, como ya sucedió en diciembre. Cualquier movimiento brusco, al alza o la baja, deberá ser generalizado si queremos que goce de legitimidad.

Creemos que la deuda tendrá un buen comportamiento este año (episodios de volatilidad, aparte) y que recuperará su condición de activo refugio ante temores recesivos y/o de beneficios. Nuestra cartera de bonos cuenta con una duración de 8,57 (2,68 para el conjunto del fondo) en estos

primeros compases de enero.

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, no ha sido inmune a las turbulencias de los mercados financieros y ha cerrado el ejercicio en -5,64%.

Durante este último año hemos asistido a un cambio de paradigma pues hemos pasado de tener una tasa del activo libre de riesgo negativa (del -0.28%, tomando como referencia la rentabilidad de las Letras a 3M del G7) a obtener un atractivo 2,5%, tras años de tipos pegados a cero. Esto nos ha llevado a tener que **adaptar el objetivo de rentabilidad/riesgo, atendiendo a nuestra política de retorno relativo**. Intentaremos lograr un 2% adicional por encima de dicha tasa (versus el 0,50% anterior) aumentando la volatilidad (al 6% en lugar de 3%), manteniendo así nuestro objetivo de Ratio de Sharpe del 0,33.

Para ello, seguiremos optando por una cartera núcleo de renta fija diversificada de bajo riesgo y duración (47% del fondo) cumplimentada por un conjunto de apuestas tácticas y activos descorrelacionados (27%). El resto, lo invertiremos en cash e instrumentos del mercado monetario. Coincidimos con el consenso de que 2023 será un año de oportunidades en renta fija y mantenemos una visión constructiva en deuda corporativa Investment grade (tramo 1-5 años).

Sin embargo, el riesgo de recesión y la consiguiente ampliación de los diferenciales, nos hace mantenernos cautos en este principio de año a la espera de mejores oportunidades y/o una pausa en las subidas de tipos de interés que permita rebajar la volatilidad. En la parte más táctica de la cartera contamos con un 17% invertido en renta variable multiestrategia, un 7% en materias primas (del cual 3,5% corresponde a oro) y con una posición corta del 3% sobre el iTraxx Crossover. Seguiremos siendo flexibles en términos de exposición al riesgo y duración (1,61) para aprovechar las oportunidades derivadas de un entorno altamente incierto.

fLAB Core-A awards, Dec 2022

