



It's All About Asset Allocation

Febrero 2023, Newsletter#80

¡Menudo festival alcista en estos primeros compases del año! fLAB Core y fLAB Satellite se situaron por encima del 5% y el 2% respectivamente (hoy en el 4.37% y 1.61%) transcurrido poco más de un mes de cotización. Es cierto que enero suele ser un mes estacionalmente alcista para las bolsas, que venimos de un mercado bajista vapuleado por la mayor subida de tipos de interés de las últimas décadas y con niveles de pesimismo y sobreventa dignos de catapultar un eventual rebote. Sin embargo....**¿Este gran comportamiento nos anticipa un nuevo escenario o no es más que un mero rebote ?**

Por una parte, se han suavizado los principales vientos en contra con los que están lidiando los mercados financieros , véase inflación, ciclo de endurecimiento monetario y recesión. De hecho, no sólo los inversores han reconocido un escenario "mejor", sino que **también lo hizo la Reserva Federal la semana pasada**, ralentizando el ritmo de la subida de tipos a 25 pb y admitiendo que se había iniciado un proceso de desinflación. Powell no pareció estar preocupado por la relajación de las condiciones financieras, atribuyéndolo a que el mercado pensaba que la inflación bajaría más rápido que lo que descontaba la Fed, lo cual ayudó a dar luz verde a los activos de riesgo. Los inversores celebraron el cambio de discurso (más dovish de lo esperado), que esperemos no enfríe mientras escribo estas líneas, tras los fuertes datos de empleo del pasado viernes.

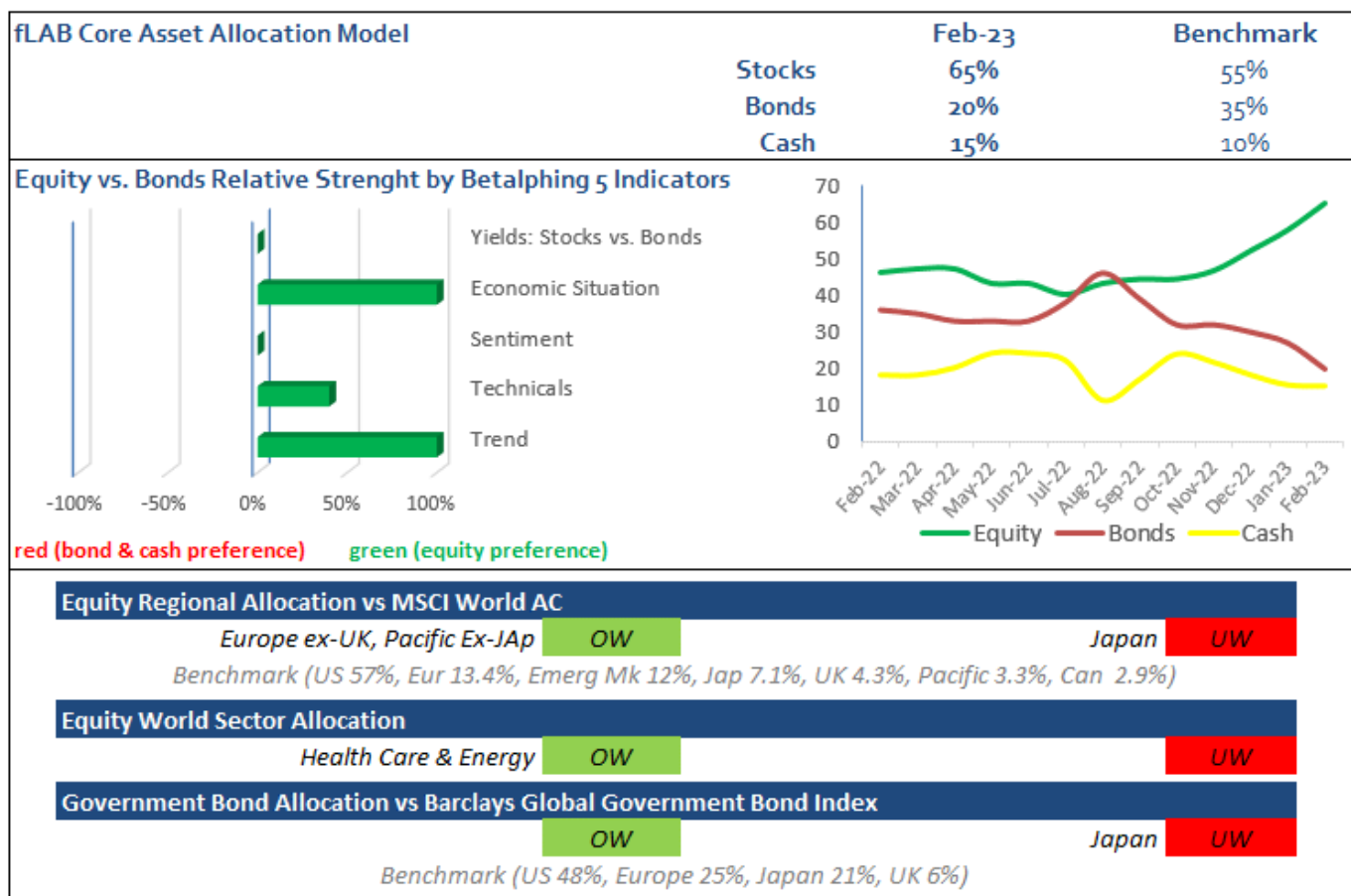
Y si además te digo que..."The Trend is Your Friend", sí sí, como lo oyes. La recuperación de la renta variable de estos últimos tres meses se ha generalizado a nivel mundial, con el mercado estadounidense ahora participando en mayor medida, las acciones FANMAG respaldándolo en lugar de arrastrarlo a la baja y con el rendimiento de los activos más arriesgados/cíclicos superando al de los proxy de menor riesgo. La mejora de la tendencia ha sido significativa y **no debe descartarse la posibilidad de que nos encontremos en la fase inicial de un nuevo mercado cíclico alcista**. A pesar de los riesgos macroeconómicos latentes, los mercados han estado tratando de formar un suelo durante estos últimos meses y están mostrando ahora señales de fondo positivas. Los indicadores de amplitud de mejora (breadth thrust) de largo plazo se han vuelto alcistas por primera vez en casi un año, algo que no sucedió en ninguno de los rallies acontecidos durante el 2022 y que estábamos esperando al otorgarle mayor fiabilidad. El elevado porcentaje de acciones de la bolsa mundial por encima de su media móvil de 200 sesiones (68% a día de hoy), y un gran número de valores y mercados participando en dicho avance son más que alentadores y hacen que esto se parezca cada vez más al comienzo de un nuevo "bull market" (parecido al que vimos tras el suelo de 2020) que a un rally de mercado bajista.

Actualmente, hay poca evidencia de que la economía se esté derrumbando hasta el punto de desencadenar un nuevo tramo a la baja en los mercados de renta variable (más allá de una previsible consolidación/corrección) ante la expectativa de fuertes caídas en los beneficios empresariales, aunque aún es pronto para cantar victoria. Lo que si podemos decir, es que con la inflación y los tipos de interés de largo plazo desacelerándose, la Fed se ha vuelto menos hostil y cuenta con mayor margen para pivotar, si en algún momento lo desea.

No es que me esté viniendo arriba (que también) es que creo que algo está cambiando....

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha comenzado el año en plena forma, con una rentabilidad del 4,11% a 31 de enero.

Para febrero, nuestro modelo de asset allocation se hace eco de la mejora desde el punto de vista técnico y económico, incrementando la exposición a bolsa (+8%) en detrimento de bonos (-7%) y cash (-1%). Nuestro análisis de fusión refleja ahora un entorno mucho más sólido para la renta variable, con un nivel de inversión (65%) no visto desde noviembre del 2020.



La renta variable mundial ha comenzado el año "on fire", con una rentabilidad del 6,4% (ACWI en divisa local) y del 11,3% en el caso del Eurostoxx 50. El S&P 500 se ha revalorizado un 6,2% en línea con el benchmark global, con un liderazgo sectorial claramente favorable al riesgo. Los sectores defensivos (Consumer Staples, Healthcare, Utilities) han sido los únicos que han registrado retornos negativos mientras que los de crecimiento (Consumer Discretionary, Communication Services, Information Technology), que fueron machacados durante el año pasado como si no hubiera un mañana, son los que mejor se han comportado, impulsando así al Nasdaq 100 y al índice FANMAG un 11%. **Para pensar en un liderazgo sostenido de los sectores growth, será necesario que éstos logren mantenerse de manera constante por encima de su tendencia bajista de largo plazo**, ahora que cuentan con unas valoraciones más razonables. A mediados de mes, eliminamos nuestra infraponderación en Consumer Discretionary hasta equiponderarlo, lo cual nos ha ido bien, dado el cambio de dirección experimentado por las mega caps del sector, Amazon y Tesla. En el plano geográfico, hemos agregado Pacific Ex -Japan a sobreponderar y rebajado Japón a infraponderar, en línea con nuestros indicadores internos (basados en precio) y externos (basados en el análisis fundamental).

El retroceso de los rendimientos de la deuda soberana **ha sido clave en este comienzo estelar y ha contribuido positivamente a nuestra cartera de renta fija** (30%), que ha contado con una duración de 8,6. La moderación en los datos de inflación, que ha culminado en un discurso más "dovish" por parte de la fed (no así en el caso del BCE) ha conducido la rentabilidad del bono americano a 10 años a la parte baja de nuestro rango esperado de cotización (3,4% - 4,30%). El mercado parece estar luchando contra los bancos centrales, dando "casi" por terminado este ciclo de subidas de tipos. Puede que esté en lo cierto pero, tal vez, demasiado pronto. Lo que está claro es que cualquier rotura (a la baja o al alza) deberá ser generalizada si queremos que goce

de legitimidad, lo cual no es todavía el caso. De acuerdo con nuestro modelo de asignación de activos reducimos un 7% la exposición, quedando infraponderados en gilts británicos y JGB, rebajando así la duración total del fondo a 2 (frente al 2.68 anterior).

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, cerró enero con un +1,23% en tal prometedoro entorno.

El compartimento se encuentra invertido un 47% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración (3,44), un 27% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. Enero ha sido un gran mes para el fondo, puesto que la mayor parte de los activos se ha revalorizado. La exposición a renta variable (17%) ,que se ha apreciado en línea con la bolsa mundial, ha sido nuestro principal motor de rentabilidad. Actualmente está compuesta por inversiones temáticas que nos siguen gustando a medio plazo tales como infraestructuras (3%) y agua (2%), acciones globales de baja volatilidad (3%) y una parte más táctica que engloba selección de títulos (3%) y/o apuestas con futuros (actualmente contamos con un 3,2% en el Nasdaq 100).

Nuestra cartera de renta fija, tanto pública como privada (deuda Investment grade 1-5 años) también se ha comportado bien ante la caída de los rendimientos y el estrechamiento de los diferenciales crediticios. El oro (3,6% del fondo) ha empezado el año con fuerza ante las expectativas de que los tipos de interés reales sigan cayendo, amparado en las fuerte compras de los bancos centrales y respaldado por la debilidad del dólar (dónde contamos con un 7% real de exposición). Seguiremos siendo flexibles en términos de exposición al riesgo y duración (1,60) para aprovechar eventuales repuntes contra tendencia, que aligeren las condiciones de sobrecompra tras este prometedoro comienzo.