



It's All About Asset Allocation

Julio 2023, Newsletter#85

La verdad es que el rally alcista vivido en los mercados de Renta Variable ha pillado a contrapié a numerosos inversores y carteras, pues no han sido pocas las `desgracias´ que iban a llegar sí o sí en este primer semestre....vaya, el ¡Qué viene el lobo! de toda la vida... Así, en Enero la economía global estaba a punto de entrar en recesión. En Febrero, la inflación no había manera de doblegarla. En Marzo, el sistema bancario estaba ante un nuevo episodio de fractura sistémica. En Abril, la FED iba a tensionar en demasía. En Mayo, el rally se minusvaloraba al ser producto de unas pocas acciones FANMAG descontroladas y en junio, los halcones sobrevolaban nuevamente los mercados (o tal vez es que nunca se fueron...). Pues bien, **a pesar del pesimismo o quizás gracias a él, la bolsa mundial fue capaz de escalar "el muro de la preocupación" y sellar un gran semestre.** El S&P 500 se anotó un 15,9%, el mejor inicio desde 2019 y el segundo mejor de este siglo. La rápida recuperación de la crisis bancaria regional sacó a muchos escépticos de la barrera. La fiebre por la inteligencia artificial, a modo de Buzz Lightyear ("hasta el infinito y más allá") y el FOMO (miedo a quedarse fuera) se encargaron del resto.

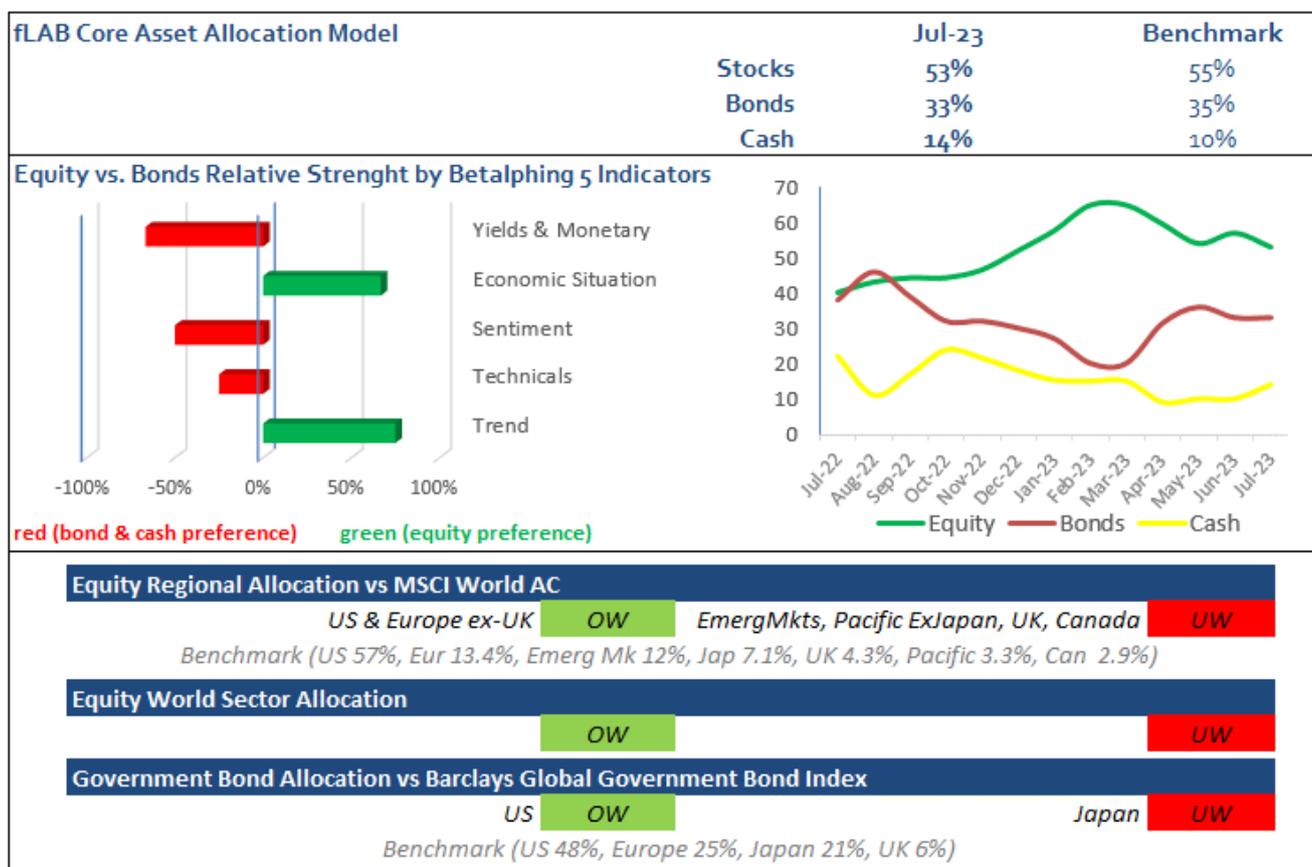
¿Y ahora qué? ¿Qué significa un primer semestre fuerte de cara al resto del año? los datos históricos muestran que **la mayoría de las veces, el impulso positivo suele continuar.** Cuando el S&P 500 ha aumentado al menos un 10%, durante los seis meses siguientes el índice subió el 75% de las veces, un 9,7% de media. Uno puede temer "demasiado para seguir siendo bueno" y llevaría razón, pues en las cuatro casos en que el standard & Poor's subió más de un 20%, el índice cayó siempre durante la segunda mitad (con una media del 6,5%). Pero 2023, no es el caso.

No son pocos los desafíos con los que tendrá que lidiar el mercado próximamente. La economía mundial no solo ha mostrado una notable resiliencia hasta la fecha sino que incluso ha visto acelerar su impulso económico, llevando a posponer la tan anunciada recesión. Sin embargo, la capacidad de mantener este ritmo se hará cada vez más difícil conforme las empresas y los hogares se enfrenten a **condiciones crediticias más estrictas** en los EE.UU y en Europa, a medida que el impacto de sus políticas monetarias restrictivas se van adentrando lentamente en la economía mundial. Por no hablar, que por primera vez desde antes de la crisis financiera, **el cash es una alternativa razonable a las acciones.** La rentabilidad de los beneficios del S&P 500 (earnings yield) está por debajo del rendimiento de las Letras del Tesoro , algo no visto desde 2001. Es probable que el crecimiento de las ganancias deba acelerarse más de lo que sugieren los analistas para que los inversores justifiquen su reasignación a renta variable. A pocos días del inicio de la campaña de resultados del Q2, cabe destacar que las expectativas para los próximos trimestres son más altas que para el Q1. Aunque el crecimiento de los beneficios continúe recuperándose, es posible que el mercado no se sorprenda tan gratamente. Por último, nos queda hablar de sentimiento. Nuestros indicadores de corto y medio plazo muestran **un exceso de optimismo** (los últimos no los veíamos ahí desde enero de 2022) que nos alertan de un posible pullback a corto plazo. Pensar en algo más, véase un eventual techo de mercado, nos parece prematuro ya que para ello deberíamos ver este extremo de optimismo permanecer pese a las malas noticias, una señal clara de que el mercado habría llegado a la cima del "muro de la preocupación".

En pocas palabras, optimistas pero cautos a estos niveles y **siempre guiándonos por el “weight of the evidence” de nuestros modelos/indicadores**, tratando de huir de los miedos y agoreros pero también de las euforias. Al final, las previsiones no son más que eso y el mercado...soberano.

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, que se ha revalorizado un 1,35% en junio ha cerrado el semestre con una rentabilidad acumulada del 5,78%.

Para julio, nuestro modelo de Asset Allocation reduce ligeramente la inversión en renta variable (-4%) en favor del cash (+4%). El exceso de optimismo y el atractivo de los rendimientos de la deuda, tanto en términos absolutos (global yield curve) como relativos (Corporate Yield vs Earnings yield) frenan una mayor asignación a bolsa en estos momentos.



La bolsa mundial ha subido este año un 12,89% (en divisa local). Japón y Estados Unidos lideraron las alzas, Europa cedió parte de su fortaleza relativa durante el segundo trimestre y China & Hong Kong lastraron los índices de mercados emergentes y Pacífico ex Japón. El Growth ha aplastado al Value y las empresas de gran capitalización han batido a las pequeñas. La mayoría de las ganancias del S&P 500 durante la primera mitad fueron impulsadas por un puñado de mega-caps pertenecientes a los sectores de crecimiento. De hecho, desde el punto de vista sectorial, éste ha sido el comienzo de un **mercado cíclico alcista más desigual** que se haya registrado nunca al haberse limitado principalmente a los sectores Growth. La amplitud del mercado ha empezado a ensancharse en junio, lo cual es muy positivo de cara a la continuidad del rally en los próximos meses, aunque esta mejoría todavía no ha venido acompañada de una rotación decisiva en términos de liderazgo. **Los sectores defensivos han tenido un desempeño históricamente malo y están extremadamente sobrevalorados.** No podemos descartar un resurgimiento de éstos durante la segunda mitad de año, al son de una moderación en el impulso del S&P 500, un movimiento de reversión a la media, un deterioro en las perspectivas económicas y un ciclo de endurecimiento monetario que sigue su curso, pero de momento es pronto para decantarse por ellos. Esto, unido a unas valoraciones exigentes por parte de las empresas que han capitaneado el rebote, nos han hecho adoptar un posicionamiento sectorial neutro de cara al verano. A nivel geográfico, mantenemos nuestras apuestas.

En deuda pública, mantenemos una visión constructiva de cara al segundo semestre, aunque

creemos que las referencias de los principales bloques seguirán muy oscilantes. Los rendimientos a corto plazo están siendo impulsados por el continuo endurecimiento de los bancos centrales de los mercados desarrollados mientras que los tramos a más largo plazo están siendo arrastrados a la baja por unas menores perspectivas de crecimiento e inflación. Como resultado, las curvas de rendimiento siguen profundamente invertidas. Técnicamente, los picos registrados en marzo son muy significativos en esta batalla. **Nos sorprendería ver los bonos del Tesoro americano a 10 años mantenerse por encima del recién rebasado 4% durante mucho tiempo, confirmado por la TIR del bono alemán cotizando por encima del 2,75%.** A priori, pensamos que esos niveles deberían proporcionar un tope al alza para los rendimientos globales, al menos a corto plazo. De no ser así, ajustaríamos tácticamente la duración. Mientras la inflación persista y los bancos centrales sigan subiendo tipos, los bonos pueden permanecer bajo presión. Encaramos julio manteniendo una exposición del 33% en renta fija y una duración de 10,23 (de 3,45 para la totalidad del fondo), y más teniendo en cuenta el último rebote de las rentabilidades y el extremo optimismo en renta variable.

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, ha obtenido una rentabilidad acumulada de 0,79% a 30 de junio.

El compartimento está invertido un 51% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración (4,25), un 22% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. En junio, nuestra cartera de renta variable multiestrategia (14%) se ha comportado en línea con la bolsa mundial y ha tenido una contribución muy positiva en términos de rentabilidad. El oro (4% de exposición) ha seguido corrigiendo (-3% la versión hedged) en un entorno favorable al riesgo en el que esta vez sí, se han visto favorecidas las materias primas (+2,59% Longer Dated All Commodities ETF). Hemos vuelto a ajustar tácticamente la exposición a EURUSD. A niveles de 1.074 tomamos beneficios parciales de nuestra posición real en dólares (incrementada del 9 al 20% a en torno al 1,1020 EURUSD) quedándonos nuevamente en el 9%. El fondo, que cuenta con una duración de 2,17 años, no ha sido inmune al repunte generalizado en los rendimientos de los bonos ni al flojo comportamiento de este activo (tanto a nivel público como corporativo) durante estos dos últimos meses. Seguiremos siendo flexibles en términos de exposición al riesgo, divisa y eventualmente duración, en un entorno incierto ante las expectativas cambiantes de subida de los tipos de interés.

Por cierto, para aquellos que manejáis carteras en USD, nos congratula comunicaros que nuestros fondos denominados en USD, han recibido la máxima calificación a 10 años por parte de Lipper (5) en la categoría de Total Return (Performance de fLAB Core y fLAB Satellite respecto a la competencia).



10 Year Ranking

LIPPER LEADERS



	Total Return	Consistent Return	Preservation	Expense Ratio
fLAB FUNDS Sicav- fLAB Core A EUR	4	4	4	5
fLAB FUNDS Sicav- fLAB Core H-SGD	5	4	2	4
fLAB FUNDS Sicav- fLAB Core H-USD	5	4	2	4
fLAB FUNDS Sicav- fLAB Satellite A EUR	3	4	5	3
fLAB FUNDS Sicav- fLAB Satellite H-USD	5	5	3	3