



It's All About Asset Allocation

Marzo 2023, Newsletter#81

Que el proceso de desinflación ha comenzado, no cabe duda. El IPC de EE.UU. alcanzó un máximo de 9.1% en junio del año pasado y ha bajado en enero hasta el 6,4%. Lo que **no está claro todavía es el ritmo al cual seguirá moderándose la inflación** y si cualquier avance al respecto será suficiente para que la Fed relaje su política monetaria. La decepción de los últimos datos de inflación a ambos lados del Atlántico, tanto en la tasa general como en la subyacente y la resiliencia de ambas economías, han provocado una revaluación de los tipos de interés. Los inversores se preparan ahora para un escenario de tipos más altos por más tiempo (en nuestra jerga "higher for longer"). Pero, ¿qué implicaciones podría tener esto para los mercados financieros?

Echemos un vistazo **al año 2006**. Si bien en la era post-Volcker, la Reserva Federal ha pivotado relativamente rápido una vez finalizado el ciclo de subidas de tipos, en dicha ocasión no lo hizo y **mantuvo los tipos altos durante más de un año**. En contra de lo que podamos pensar, la economía tuvo un buen desempeño (aun desacelerándose no entró en recesión), los rendimientos de los bonos se movieron dentro de un rango de negociación, los spreads se mantuvieron ajustados, la curva estuvo ligeramente invertida y la bolsa (S&P 500) se revalorizó más de un 20% durante dicho periodo. Como bien decía Johan Cruyff: 'Un palomo no hace verano', aunque la verdad, en fLAB somos más fans de Mark Twain : 'La Historia no se repite, pero rima'.

A corto plazo, los efectos no se han hecho esperar y tanto las acciones como los bonos han experimentado una corrección, reavivando así el eterno debate: **¿Trampa Alcista o Nueva Tendencia?** Para evaluar en qué punto estamos vamos a fijarnos en los indicadores técnicos y de sentimiento, por ser los primeros en anticipar/confirmar un eventual cambio de tendencia, del S&P 500 (la madre de todas las bolsas). Pues bien, lo primero que podemos decir es que el **retroceso de febrero no ha ocasionado un deterioro técnico suficiente que altere nuestra preferencia por la renta variable**, tanto en términos absolutos como relativos (respecto a los bonos). Si se estuviera gestando una nueva tendencia bajista, veríamos una fuerte presión vendedora y múltiples días bajistas (donde el volumen total de acciones que bajan en un día es al menos 10 veces el volumen total de acciones que aumentan en el día) cómo era habitual durante la primera mitad de 2022. No ha sido el caso (ni de lejos). De hecho, desde junio hemos ido observando que el número de valores que marcan nuevos mínimos anuales en cada descenso ha ido disminuyendo. Una señal más que alentadora que, de revertir, nos pondría en alerta. La corrección reciente **ha aliviado la fuerte sobrecompra y el exceso de optimismo** en el corto plazo, enviando al indicador de medio plazo a la zona de pesimismo extremo (que es precisamente cuando se obtienen mayores ganancias). Las primeras etapas de los mercados alcistas suelen dejar fuera de juego a los bajistas más reacios. El miedo a perderse algo (FOMO) los acaba empujando a comprar pero su confianza se tambalea ante los primeros problemas. Un periodo de consolidación exitoso daría a dichos inversores más seguridad de cara al próximo repunte. Además, si los sectores que están liderando el avance logran no derrumbarse ante un eventual periodo de debilidad, será otra señal de que estamos ante un "retroceso saludable" y no ante la reanudación del mercado bajista.

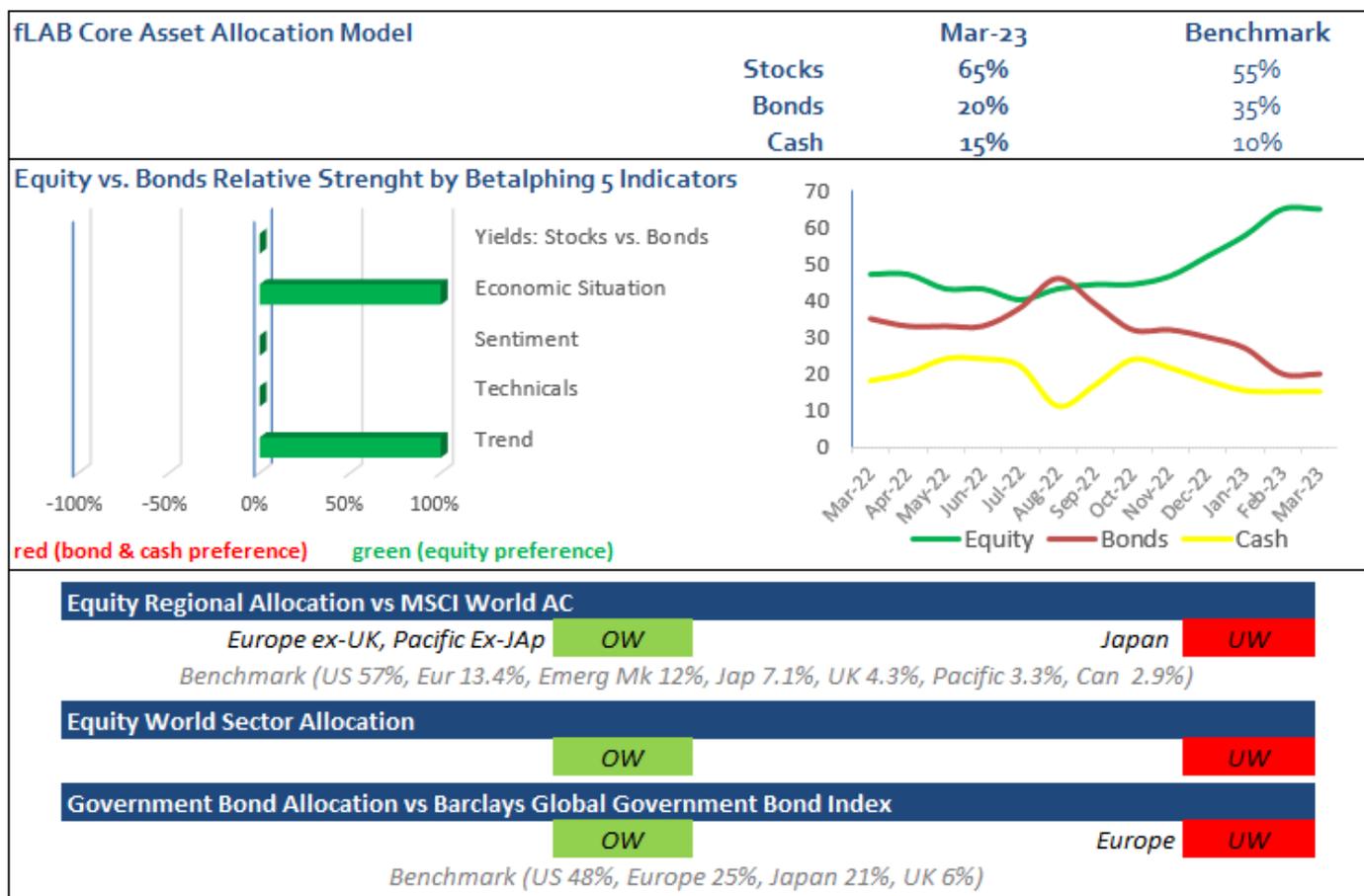
No son pocos los frentes con los que va a tener que lidiar el mercado próximamente, que

si "Soft landing", "No landing", "Higher For Longer"... por no hablar de los comentarios que pueden ir "soltando" algunos miembros de los principales bancos centrales (véase FED y BCE), que en un abrir y cerrar de ojos, nos pueden poner patas arriba al mercado. Esta semana, sin ir más lejos, habla Powell ... a pesar de sus avisos sobre que el proceso de desinflación será `bumpy` esperemos no se retracte de su última afirmación donde apuntaba que dicho proceso ya había comenzado.



Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha retrocedido en febrero dejando la rentabilidad anual en 1,93%.

Para marzo, nuestro modelo de Asset Allocation se mantiene sin cambios: 65% bolsa, 20% deuda y 15% cash. Los indicadores económicos y de tendencia siguen reflejando un entorno más favorable para la renta variable que para la renta fija.



Tras un comienzo de año estelar, la renta variable mundial ha experimentado su primer pullback (-2,04% ACWI en divisa local). **La debilidad de la bolsa americana** (SPX: -2,60%), esta vez marcada por el mal comportamiento de las blue chips (Dow Jones: -4,19%) que no de las tecnológicas (el Nasdaq 100 ha logrado cerrar ligeramente negativo y las FANMAG se han anotado un nada desdeñable 3,73%) **ha lastrado al benchmark mundial** (al representar un 61% del índice). Cómo también lo han hecho las acciones de mercados emergentes y de Asia Pacífico (sin contar a Japón), con sus respectivos índices retrocediendo más de un 4% (en euros). Europa por su parte, no solo ha logrado desmarcarse de la tendencia bajista sino que además ha obtenido muy buenos resultados (Eurostoxx 50: 1,80%) consolidando así su excelente desempeño relativo desde los mínimos de octubre. A nivel geográfico, mantenemos nuestras apuestas mientras que en el plano sectorial, hemos adoptado un sesgo más neutro.

Los precios de los bonos han caído con fuerza ante **la evidencia de una inflación más obstinada**. El mercado de futuros descuenta ahora un tipo máximo de los Fed Funds del 5,50% en Estados Unidos y una tasa de depósito del 4% en Europa. Así, la rentabilidad del bono alemán a 10 años (bund) ha alcanzado nuevos máximos de ciclo mientras que en Reino Unido y en EE.UU no se han rebasado dichos niveles (registrados en septiembre y octubre, respectivamente). Nos ratificamos en lo que venimos comentado en los últimos meses, de que cualquier rotura (en este caso, al alza) deberá ser generalizada si queremos que goce de legitimidad (no es el caso). Creemos que el mercado de deuda ha sufrido un daño excesivo y que se encuentra fuertemente sobrevendido, lo cual podría dar lugar a un eventual rebote. Aun así, no podemos descartar nuevos movimientos al alza de los rendimientos si los datos de precios siguen mostrándose desfavorables. **Europa, nos parece más vulnerable** en este sentido por lo que reducimos ligeramente nuestra exposición, en favor de Japón donde vamos menos riesgo a corto plazo, de que se produzca una normalización del control de la curva de rendimiento (YCC). La duración total del fondo sigue en torno a 2 (1,93).

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, no ha sido inmune al movimiento, pero ha logrado cerrar febrero con una rentabilidad acumulada del 0,37%.

El compartimento se encuentra ahora invertido un 47% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración (3,76), un 24% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. Hemos **aprovechado la volatilidad de los mercados para realizar algunos ajustes en cartera**. Por el lado de la renta variable (que ha pasado del 17% al 13% del fondo) hemos rebajado nuestra exposición a acciones de baja volatilidad en favor de valores de los mercados desarrollados que muestran consistencia y sostenibilidad en el pago de dividendos.

También hemos reducido parte de nuestras apuestas temáticas más estables (tales como infraestructuras y compañías inmobiliarias) para realizar pequeñas incursiones en unas de mayor beta, como Clean Energy (0,5% del fondo) y Digitalización (0,86%), muy castigadas durante el pasado año. Cerramos nuestra apuesta táctica en el Nasdaq 100 (3,3% de la cartera) tras los decepcionantes datos de IPC yankee de mediados de mes. En renta fija, hemos tomado un 3,6% de exposición a deuda soberana emergente en divisa local, ante unas mejores perspectivas de crecimiento económico global y un dólar más débil a medio plazo. Seguiremos siendo flexibles en términos de exposición al riesgo y duración (1,79), para aprovechar las oportunidades derivadas de un entorno altamente incierto.