



## It's All About Asset Allocation

Mayo 2023, Newsletter#83

Tal y como se descontaba, la semana pasada la FED subió los tipos de interés hasta el rango 5% - 5.25%, el nivel más alto desde 2007. **Ha sido el ciclo de endurecimiento monetario más rápido de la historia**, puesto que desde marzo 2022 hasta ahora, ha subido las tasas 500 puntos básicos sin parar (reunión tras reunión). Claro que nunca antes, había partido desde un agujero tan profundo en términos reales (-5% en aquel entonces). Powell no oficializó que esta fuera la última subida pero su comunicado fue toda una declaración de intenciones, abriendo la puerta a una eventual pausa (veremos si temporal, o no). La Reserva Federal va a implementar ahora una **política de "Hope & Pray"** – esperar que la caída de la inflación y el endurecimiento del crédito permitan que la política sea lo suficientemente restrictiva y rezar, para que nada más se rompa (y ya son tres, las quiebras de bancos regionales...). Nada que ver con su homónima en el BCE, quién descartó tajantemente una pausa, alegando que aún quedaba camino por recorrer (¿Dos más y nos vamos? hagan sus apuestas...).

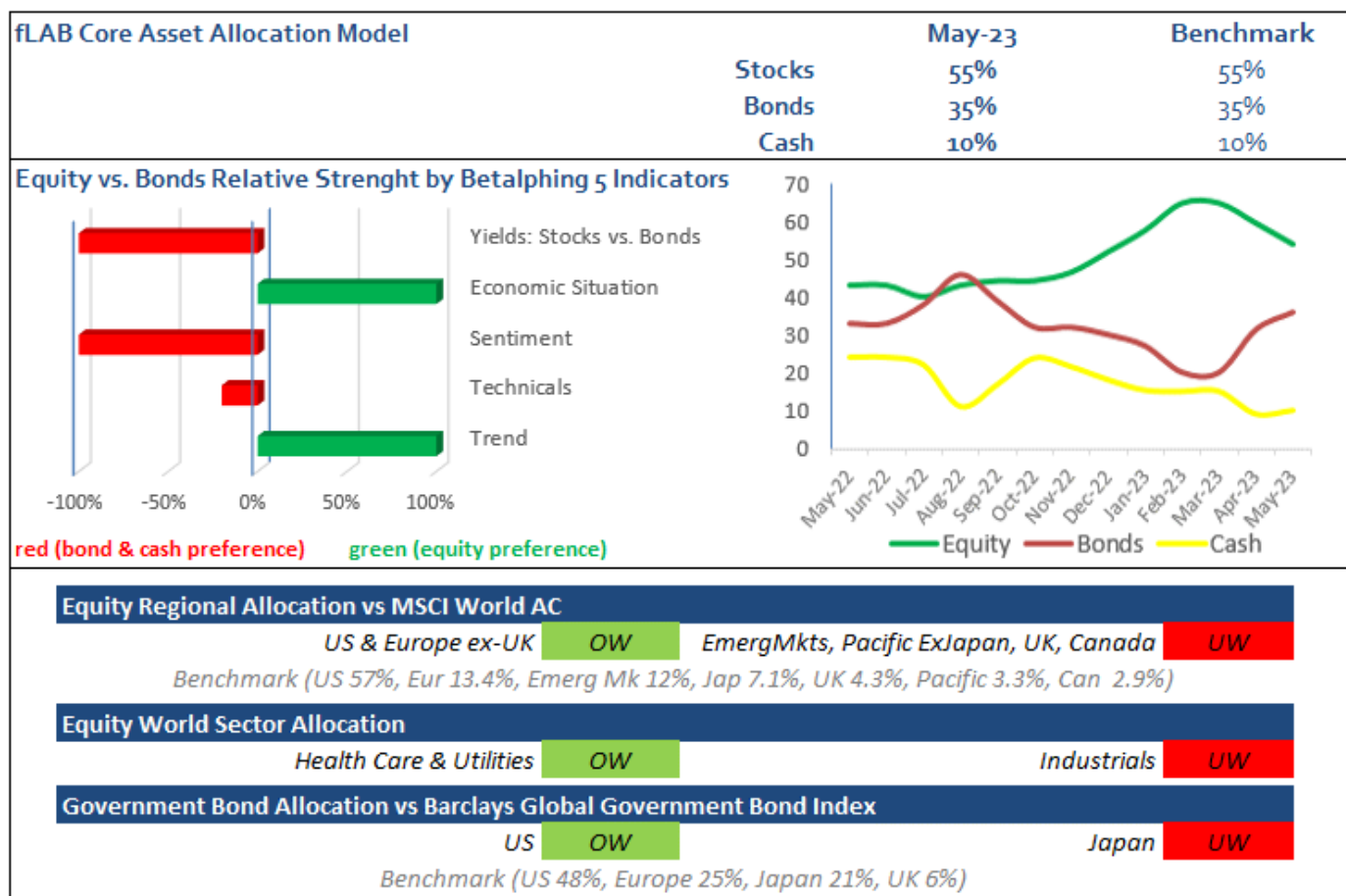
La renta variable, por su parte, siguen en un tira y afloja. Y es que la evolución de las bolsas desde los mínimos de otoño ha dado **munición tanto para los alcistas como los para los bajistas**. Para los primeros, los seis meses transcurridos desde que el mercado tocó fondo harían de éste un tramo inusualmente largo dentro de un mercado bajista, sin alcanzar un nuevo mínimo. Además, la recesión ampliamente anticipada, aún no se está manifestando (ni a éste ni al otro lado del Atlántico), por no hablar de la resiliencia que está mostrando la renta variable en plena crisis bancaria. Para los últimos, el mercado no se ha comportado como cabría esperar en la primera etapa de un mercado cíclico alcista. El S&P 500 viene moviéndose lateralmente desde hace meses, algunos indicadores de amplitud de mejora a largo plazo han confirmado, otros no y, en el plano micro, el crecimiento de beneficios (aun superando holgadamente las expectativas) parece caer más profundamente en territorio negativo, en un entorno donde las estimaciones de consenso siguen siendo elevadas.

**El temor recesivo sigue planeando sobre los mercados financieros** y empieza a hacerse patente en algunos índices, como es el caso del Dow Transportes (DJTA). El pasado 2 de febrero, éste subió a su nivel más alto desde el 1 de abril del 2022, movimiento que no fue confirmado ni por el Industrials ni por el Utilities. Desde entonces, el índice no solo ha retrocedido sino que desde marzo, ha tenido un peor desempeño relativo. Uno podría verse tentado a ignorar este sector, relativamente pequeño en términos de capitalización, pero no debería puesto que provee de gran información. Y es que la caída en la actividad de distribución refleja una demanda débil de bienes, que de persistir, podría derivar en despidos y acabar repercutiendo en el sector servicios.

Los inversores afrontan un periodo estacionalmente débil (ya sabes, vende en mayo y sal corriendo) con cautela, y no es para menos. A los vientos en contra ya mencionados, se solapan las negociaciones sobre el techo de deuda. Con un Congreso dividido y un presidente Demócrata, el estancamiento de deuda de 2011 puede ser el mejor análogo al enfrentamiento de este año. Quién no recuerda aquel verano de 2011.... (late millenials y generación Z, abstenerse). **Nosotros lo encaramos con optimismo**, si las noticias/datos son mejores de lo esperado podrían incentivar a los inversores más prudentes o que se han quedado fuera a entrar en renta variable pero, algo más precavidos como veréis a continuación.

**Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha seguido avanzando en abril (+0,26%) y ha cerrado el cuatrimestre con una rentabilidad del 4,28%.**

Para mayo, nuestro modelo de Asset Allocation reduce otro 5% la inversión en renta variable (al igual que el mes anterior) en favor de la deuda gubernamental, situándonos en benchmark (55/35/10).



La bolsa mundial ha cerrado en terreno positivo un mes más (+1,19% MSCI ACWI en divisa local). El S&P 500 se ha revalorizado un 1,5% en un entorno de fuerzas contrarias, donde el liderazgo sectorial ha tenido un sesgo defensivo. El buen tono de los resultados empresariales (de momento, el 79% de las empresas ha batido expectativas), y muy especialmente de las empresas Growth, ha servido de contrapunto a las nuevas tensiones en el sector bancario. **Si la "pausa" de la FED tendrá implicaciones alcistas o bajistas, dependerá en gran parte de si la economía puede sortear o no la recesión.** Lo que si podemos decir, es que el liderazgo sectorial ha tendido a ser defensivo hasta que se produce el ansiado "pivot" (inicio de las bajas de tipos de interés), el cual ha tardado de media tres trimestres en llegar (desde la última subida). En línea con todo lo comentado, hemos realizado ajustes tanto a nivel sectorial como geográfico.

Pasamos a sobreponderar Health Care y Utilities, en detrimento de Industrials y en el plano geográfico, rebajamos Emergentes, Pacífico ex Japón, UK y Canadá. Nos mantenemos neutros en términos de estilo (Growth vs Value).

¿Y qué podemos esperar de los bonos, tras la "última" subida? **Pues que los rendimientos vayan cayendo.** De los diez ciclos anteriores, en nueve cayeron. En promedio, la TIR del 10 años bajó 72 pb, la del 5 años 96 pb y la del 3 años 118 bp. La única vez donde las tires subieron fue entre 1969 – 1970. Dado que los rendimientos a corto plazo cayeron más que los de largo plazo, la curva (10yr – 3yr) se volvió más pronunciada en todos los casos ("Steepening") en aproximadamente 50 pb. Con el rebalanceo mensual del portfolio, hemos pasado a sobreponderar deuda gubernamental americana, incrementando así la duración total del fondo (de 2,80 a 3,10).

En términos de divisa, mantenemos un 17% de exposición real a dólar, el cual seguiremos gestionando activamente.

**Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, ha cerrado el mes bastante plano (-0,16%), con una rentabilidad anual acumulada del 0,56%.**

El compartimento se encuentra ahora invertido un 51% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración, un 21% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. En abril, el fondo se ha movido lateralmente, en línea con el desempeño de la renta variable y de la renta fija global (pública y privada). Si bien seguimos contemplando un endurecimiento de las condiciones crediticias, que acabará impactando en la economía y en la inflación, hay una serie de indicadores (véase, un sector de bienes débil, una disminución en los costes de producción y una disminución en los precios de las viviendas existentes) **que reflejan un entorno más favorable para los bonos**. Como resultado, hemos incrementado ligeramente nuestra exposición a deuda corporativa americana con grado de inversión (en el tramo 1-5 años) aumentando así la duración de la cartera de bonos de 3,75 a 4,25. En crédito, mantenemos un sesgo defensivo. Somos positivos en oro (4% de exposición) mientras que algo más cautelosos en materias primas globales (dónde hemos recortado a la mitad la posición, ahora en el 1,7%) ante las perspectivas de desaceleración económica. Seguiremos siendo flexibles en términos de exposición al riesgo y duración (2,19), para aprovechar las oportunidades derivadas ante repuntes de la volatilidad.

fLAB Core-A awards, Dec 2022

