



## It's All About Asset Allocation

**Octubre 2023, Newsletter#87**

¿Hasta que las Tires nos Separen.....o era hasta que las Tires No Se Paren?

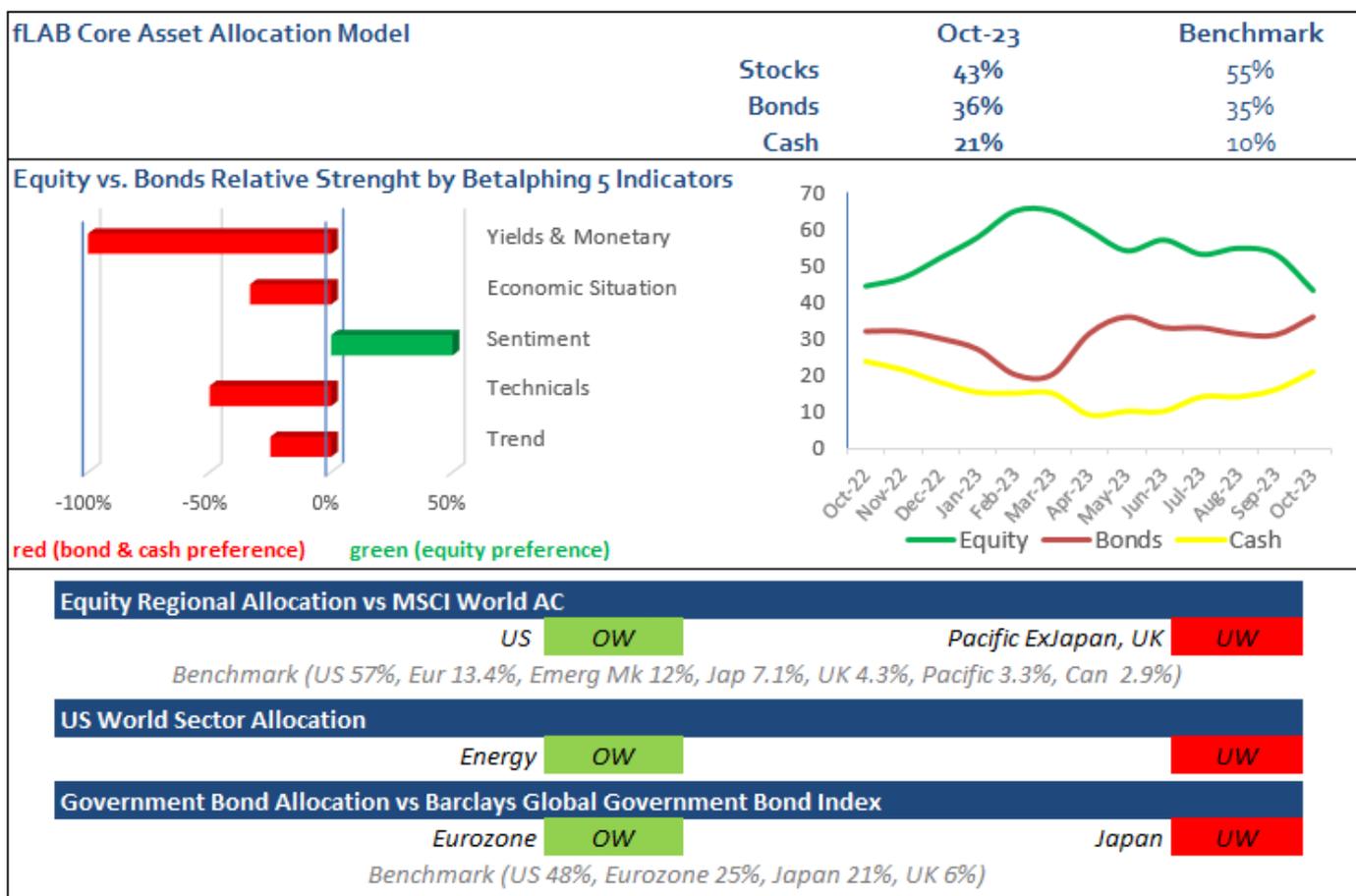
No sé, la verdad. Lo que si vemos es una oportunidad, que probablemente será apoyada por aquellos de vosotros que ya peinen canas, de construir carteras con duraciones altas en estos momentos. Porque lo que si es cierto es que los modelos de probabilidad de recesión están ahí. Aun siendo cierto que se ha esquivado la primera andanada, no es menos cierto que el outcome más predecible, guste o no guste, es que el elefante que ha entrado en la habitación, al que hacíamos referencia en el newsletter del mes pasado, tarde o temprano va a liarse a dar golpes con la trompa a todo lo que se mueva. Ese elefante no es otro que el disparado coste de financiación global y lo que se va a mover son las empresas y prestatarios en general cuando vuelvan a recurrir al crédito. Porque esa es otra: el ingente volumen de dinero post-pandemia que ha dopado al sistema financiero ha facilitado que la herida a los balances empresariales haya sido bastante controlada. Con ese dinero ya esfumado, ahora empieza lo serio.

Pero volvamos al aquí y ahora. No podemos negar que este año, septiembre y lo que llevamos de octubre, están cumpliendo con creces con su patrón de debilidad estacional al son de unos inversores que parecen estar tomándose más en serio que nunca la retórica del "higher for longer" de la Fed y Cía. Desde que la Reserva Federal sorprendiera al mercado el pasado día 20, con su previsión de otra subida de tipos para este año y menos recortes en el próximo, la reacción del mercado no se hizo esperar. El S&P 500 ha caído entorno al soporte de la directriz alcista anual, un nivel muy relevante que de no recuperar próximamente tendría implicaciones bajistas. Cómo es lógico cuando se produce un pullback, los indicadores técnicos de corto plazo se han deteriorado, no así los de largo plazo. Si esto sucediera, nos podría estar alertando sobre la posibilidad de que estemos ante un proceso de formación de techo de mercado pero de momento no es el caso, así que piano a piano.

Lo que más nos preocupa es que la caída ha coincidido con un escape al alza de los rendimientos de la deuda pública estadounidense en los principales tramos de la curva, y muy especialmente en los del largo plazo (+10 años). Y lo que es peor, que dicha rotura ha sido generalizada. Dada la correlación positiva que existe en estos momentos entre ambos activos (en términos de precio), tenemos claro que o se relajan los rendimientos o vemos poco probable que el Equity se recupere (Hasta que las TIRes no se paren...). Con la rentabilidad del bono americano a 10 años rozando el 4,90% (tras la publicación del fuerte dato de Payrolls de Septiembre...) se ha eliminado uno de los poco argumentos de valoración favorables a la renta variable. Las acciones del S&P 500 han estado caras en términos absolutos y relativos con el efectivo (Treasury Bills) durante meses, pero no en relación con los bonos a largo plazo. Bien, pues éste ya no es el caso. El rendimiento de la bolsa (S&P 500 Earnings Yield) ha caído por debajo del rendimiento del T-Note a 10 años por primera vez desde 2009. En otras palabras, que las acciones están más caras que los bonos por primera vez en 14 años (Hasta Que Las TIRes Nos Separen?).

¿Cómo puede salir el mercado de esta crisis? En el corto plazo, la respuesta simple sería revirtiendo las expectativas que nos han llevado a esta situación. Eso, y que la próxima temporada de resultados trimestrales, que comienza esta semana, sea lo suficientemente robusta para respaldar un rally de fin de año.

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, no ha sido inmune al selloff de bonos y acciones (-2,56%) y ha cerrado el mes con una rentabilidad anual acumulada del 2,94%.



Para octubre, nuestro modelo de Asset Allocation reduce la inversión en renta variable (-10%) en favor de los bonos (+5%) y el cash (+5%). Los únicos indicadores que favorecen las acciones frente a los bonos en este momento son los indicadores adelantados de sentimiento.

La bolsa mundial ha corregido un 3,64% (ACWI en divisa local) en el mes. Estados Unidos ha sido el área más perjudicada (-4,87 S&P500 y -5,07% Nasdaq 100) pero si nos fijamos en su evolución desde los máximos anuales, del pasado 31 de julio, veremos que su comportamiento ha estado bastante en línea con el europeo y el mundial, siendo los bloques emergente y de Pacífico ex Japón, nuevamente los más castigados. A nivel sectorial, hemos observado que tras el predominio del Growth durante el primer semestre, no ha habido una rotación decisiva ni generalizada durante los últimos meses sino que los avances en términos de liderazgo se han producido a nivel individual de cada sector y, han estado impulsados por el aumento del precio del petróleo y de las tires. Así, Energía ha sido por segundo mes consecutivo el único sector que ha

logrado cerrar en verde aupado por una revalorización del 8,56% en el precio del crudo (WTI). Otro hecho relevante, durante este último trimestre, ha sido la divergencia en el desempeño de las mega-cap tecnológicas. Por todo ello, seguimos manteniendo un enfoque sectorial bastante neutro (a excepción de energía). A nivel geográfico, seguimos apostando por Estados Unidos por contar con mejores perspectivas económicas, en términos relativos.

Los bonos están siendo los auténticos protagonistas estas últimas semanas y, no es para menos. El repunte que estamos viendo en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo está siendo brutal y lo que es peor, generalizado (el único que no ha confirmado la ruptura de los máximos previos ha sido U.K.). La FED es sin duda, la que está aplicando una política monetaria más restrictiva pero el BCE y el BOE están reduciendo la brecha. La transmisión del endurecimiento monetario parece estar teniendo un mayor impacto en Europa y en el Reino Unido que en Estados Unidos. Dado que todos los bancos centrales de los países desarrollados (excepto Japón) están trasladando un mensaje restrictivo similar, las curvas de tipos se han vuelto mucho más pronunciadas (incluso la del país nipón). Las rupturas técnicas a éste y al otro lado del atlántico invitan a la cautela. No sabemos si la TIR del bono americano a 10 años llegará al 5% (o incluso lo superará), pero lo que si podemos decir es que las lecturas extremas a nivel momentum y sentimiento (no vistas desde octubre del pasado año) abogan por cierta estabilización/retroceso de los rendimientos en las próximas semanas. Hemos incrementado un 5% la exposición a govies europeos, dónde creemos que el castigo está siendo excesivo dado el panorama sombrío de la región. La duración de nuestra cartera de renta fija es de 9,61 (3,65 para la totalidad del fondo).

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, ha cerrado septiembre con una rentabilidad acumulada del 0,68%.

El compartimento está invertido un 52% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración, un 20% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. Como ya mencionamos el mes pasado, está siendo muy difícil obtener ganancias en un entorno donde el precio de los bonos y de las acciones se están moviendo al unísono. El oro (3,90% del fondo) ha sufrido esta vez, un impacto considerable (-4,7%) derivado del repunte de las rentabilidades y de la apreciación del dólar con quienes se encuentra inversamente correlacionado. El sector de las materias primas globales (donde contamos con un 1,90% de exposición ) no ha seguido la buena marcha del sector energético. Nuestra principal fuente de rentabilidad ha sido nuevamente el dólar, que se ha apreciado un 2,45% respecto al euro al contar con un 20% real de exposición. Nuestra cartera de renta variable multiestrategia (12%) se ha comportado en línea con la bolsa mundial y la parte invertida en deuda (que cuenta con una duración de 4,16) no ha sido inmune al repunte generalizado de los rendimientos. Mantenemos un enfoque defensivo en términos de crédito dadas las perspectivas de desaceleración económica. Seguiremos siendo flexibles en términos de exposición al riesgo y divisa (que tan bien nos está funcionando este año) en un entorno incierto ante las expectativas cambiantes de subida de los tipos de interés.

	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