



It's All About Asset Allocation

Septiembre 2023, Newsletter#86

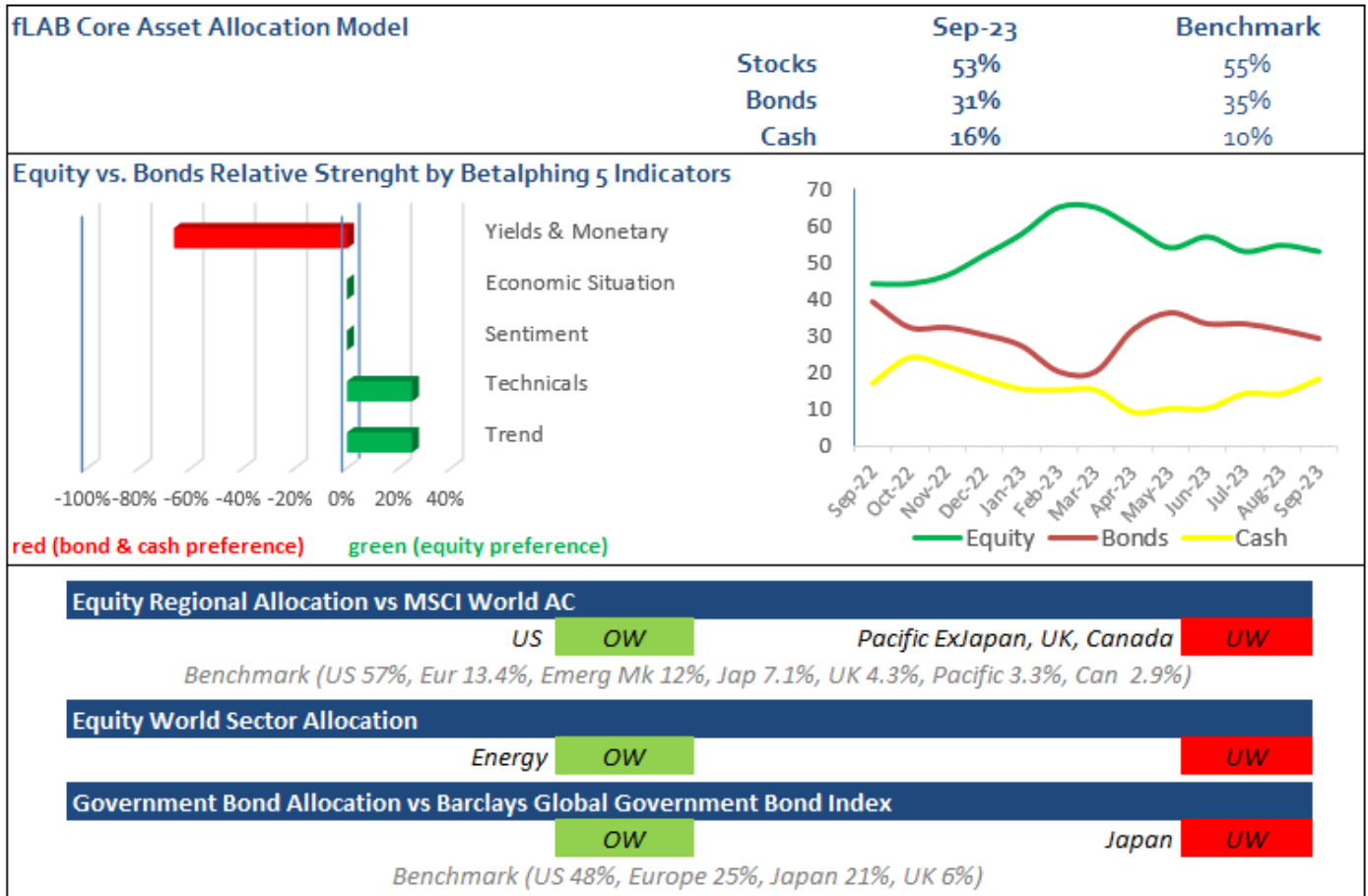
Las bolsas han experimentado este agosto una corrección cercana al 5% (ACWI) al son de un repunte en los rendimientos de la deuda durante las tres primeras semanas. Unos datos económicos en EEUU mejor de lo esperado unido al potencial de mayores tasas de interés por parte de la FED actuaron como catalizadores para impulsar el rendimiento del bono americano a 10 años hasta el 4,34% (el pasado 21 de agosto), su nivel máximo desde noviembre 2007, justo a las puertas del esperado simposio económico de Jackson Hole. El S&P 500 llegó a experimentar una corrección del 4,8% (hasta su mínimo el 18 de agosto), tras cinco meses de avances consecutivos. Es difícil cuantificar en qué medida la caída estuvo directamente relacionada con el mercado de bonos, pero lo que si podemos decir es que fue similar a la de febrero-marzo, la cual comenzó con un exceso de optimismo en los mercados y fue impulsada por el aumento de los rendimientos de la deuda, en un entorno en el que ambos activos se encuentran directamente correlacionados (en términos de precio). Tal y como ocurrió entonces, el retroceso de la TIR del T-Note ayudó al índice a recuperarse (cerrando el mes en -1,77%) y **ha servido para aliviar el exceso de complacencia, dejando la tendencia alcista de corto y largo plazo intacta.**

Del discurso de Powell en Jackson Hole, dónde los diferentes líderes de los principales bancos centrales – véase FED, BCE y BOE – ratificaron su enfoque data-dependent y una toma de decisiones “reunión a reunión”, podemos extraer signos esperanzadores de que se produzca un aterrizaje económico suave. El presidente de la Reserva Federal señaló que las perspectivas de crecimiento económico y de inflación siguen envueltas en la incertidumbre, derivadas principalmente de la duración desconocida de los **efectos retardados de sus políticas** así como a la dinámica cambiante del mercado laboral. Sin embargo, no mencionó las palabras recesión o dolor para los hogares, como hizo en el fórum del año pasado. Consideramos esto una evaluación relativamente positiva de las perspectivas económicas a corto plazo, puesto que la recesión ya no es el escenario base. Powell espera que el crecimiento se desacelere y que la inflación siga por encima del objetivo del 2% (la subyacente ya hemos visto que se mantiene algo más pegajosa), por lo que la política monetaria seguirá teniendo un sesgo restrictivo.

Tal y como quedó nuevamente patente la semana pasada, tras la publicación de importantes referencias económicas estadounidenses (confianza consumidor, PIB, empleo...) los inversores cotizan ahora más que nunca el “bad news good news” (es decir, las malas noticias son buenas noticias), puesto que si los datos son flojos, se descuenta que la FED no subirá tipos en la próxima reunión de septiembre (y/o posteriores) mientras que si son buenos, ocurre todo lo contrario. Y eso afecta tanto a la renta variable como a la renta fija. Si los rendimientos de la deuda pública se estabilizan, creemos que los mercados de renta variable podrán seguir avanzando durante el último cuatrimestre, aunque de forma menos alegre que durante la primera mitad de año. A pesar de contar con tasas más altas, las condiciones financieras siguen siendo favorables para los mercados y el crecimiento económico. Los diferenciales de crédito corporativo siguen contenidos y se correlacionan con un crecimiento continuo del gasto en capital (CAPEX) durante el resto de este año. Sin embargo, vamos a tener que observar de cerca el impacto en el gasto de los consumidores, ya que han comenzado a surgir algunos puntos de presión. La economía americana no está fuera de peligro y seguimos pensando que hay una probabilidad decente de que entre en recesión el año que viene. **Y es que como todos sabemos, hay un elefante en la habitación...en este caso, el impacto retardado de la estricta política monetaria llevada a cabo.**

Nuestro fondo Mixto Flexible Global, fLAB Core, ha cerrado agosto con una rentabilidad acumulada del 5,65%.

Para septiembre, nuestro modelo de Asset Allocation reduce un 2% la inversión en renta variable en favor del cash. Si bien los indicadores de sentimiento hacia las acciones han mejorado, los relacionados con la situación económica y el panorama técnico han experimentado un ligero deterioro.



La bolsa mundial ha registrado finalmente un retroceso del 2,24% (ACWI en divisa local). Los bloques que han sufrido un peor desempeño han sido mercados emergentes y Pacífico ex Japón (con descensos superiores al 6%), arrastrados por China ante la creciente preocupación sobre su desaceleración económica. El Eurostoxx ha cedido un 3,90% (-2,7% en el caso del MSCI Europe) ante el deterioro de las perspectivas sobre su economía, mientras que EEUU ha logrado un mejor comportamiento relativo ante el alejamiento del fantasma de la recesión. Como respuesta, hemos rebajado la ponderación de Europa desde sobreponderar a neutral. El growth ha batido al value en U.S. y el sector energía ha sido el que mejor se ha comportado este verano, siendo el único en cerrar agosto positivo. Nuestro modelo de futuros del crudo y de materias primas se han vuelto alcistas y respaldan nuestra nueva sobreponderación en el sector. La mejora técnica, las valoraciones y el entorno de tipos de interés también avalan dicho cambio.

El mercado de bonos ha sido el otro gran protagonista. Las principales referencias de los rendimientos de la deuda a 10 años han experimentado un movimiento de ida y vuelta, que ha llegado a ser "inquietante" en algunos casos, véase Estados Unidos y U.K dónde se rebasaron los niveles máximos de TIR alcanzados en el actual ciclo de tensionamiento monetario. El Bund alemán, por su parte, no superó los máximos previos pero se quedó a las puertas. A medio plazo, **los mayores rendimientos están creando una presión a la baja para las bolsas pero no han descarrilado el mercado cíclico alcista de renta variable.** La última subida del T-Note lo ha situado por encima de la tendencia de su línea de regresión, lo cual ha dejado de ser alcista para las acciones (S&P 500), pasando a tener un efecto neutro. A pesar del riesgo de mayores tases, los bonos nos siguen pareciendo atractivos y más ahora que están sobrevalorados.

Mantenemos una exposición del 31% con una duración del 9,90 (3,40 para la totalidad del fondo).

Nuestro fondo de Retorno Relativo, fLAB Satellite, presenta una rentabilidad acumulada del 1,48% YTD.

El compartimento está invertido un 51% en una cartera diversificada de bajo riesgo y duración, un 20% en activos descorrelacionados y posiciones tácticas, estando el resto en liquidez. Ha sido difícil obtener ganancias en este contexto (con el precio de los bonos y de las acciones directamente correlacionados), dónde ni el clásico activo refugio (oro), ni las commodities ni las principales criptos han logrado sortear las pérdidas. Nuestra principal fuente de rentabilidad ha sido el dólar, activo refugio por antonomasia, al apreciarse un 1,40% respecto al euro y 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 4,21) 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.



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