



It's All About Asset Allocation

Diciembre 2025, Newsletter#99

Recientemente asistí a un Seminario de Inversiones Alternativas donde un ponente desglosó las bondades de recibir un buen dinero y no dar explicaciones en 7 años. Excelso. También criticó a aquellos inversores que no se mostraban pacientes con el gestor. Unos tipos molestos, sin duda. Un compañero holandés le acusó de padecer el síndrome de Dunning-Kruger. ¿Y qué es eso? - pregunté yo confuso. Muy sencillo - contestó el holandés- aquí lo conocéis por el Síndrome del Cuñado, ese que consiste en opinar acerca de todo sin tener un conocimiento adecuado de las materias que se tratan. Después de las consabidas risas, le comenté que yo era fan del Maestro Liendre, que de todo sabe y nada entiende.

Creo que fue el inicio de una bonita amistad. Acabamos hablando de temas muy cuñaos, que si el Bitcoin, el Value Investment y Nvidia, grandes éxitos en las cercanas sobremesas navideñas, avisados estáis. Bueno, al lío.

fLAB Core comienza este último mes en plena forma y en máximos: fLAB Core Clean EUR +9.39% y Clean H-USD +10.54%.

Mientras seguimos preparando el lanzamiento de **fLAB Equity, nuestro fondo que intentará batir a la Bolsa Mundial invirtiendo de manera adaptativa por factores en Renta Variable**, no hemos podido dejar de reflexionar sobre algunos temas que merecerían, cada uno de ellos, un espacio mayor que esta newsletter. De hecho, hay tres que ocupan mis pocas y dispersas neuronas estos días:

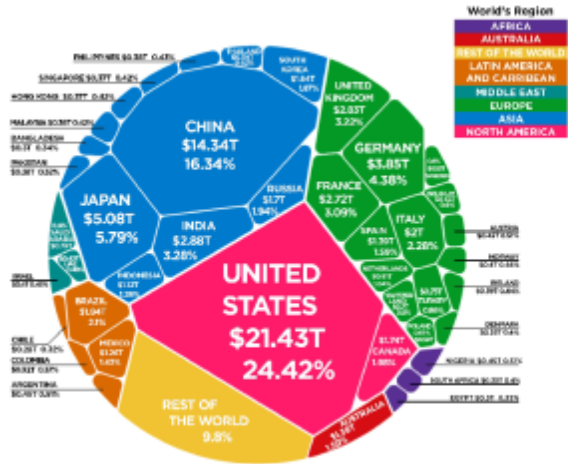
1. **Cuando se habla de batir a la Bolsa Mundial**, generalmente pensamos en el índice MSCI ya sea el World Index o el All Country World Index. Como sabéis, el primero recoge los países desarrollados y en el segundo, más completo, se añaden los Emergentes. Estos pesan, hoy, 9.98% del conjunto agregado. El peso de los mercados emergentes en el índice MSCI ACWI ha cambiado significativamente en las últimas tres décadas. En los años 90, la participación de los mercados emergentes era muy bajo, representando menos del 5% del índice. Sin embargo, durante el auge de las economías emergentes en los 2000, impulsadas por el crecimiento de países como China, India y Brasil, este porcentaje creció notablemente hasta picos del 15%.

Al mismo tiempo, si vemos la comparativa de los diversos países en función de su peso en el PIB y Capitalización Bursátil mundial, los contrastes son extremos. El superciclo alcista del mercado americano le ha llevado a tener el 65% de todo el mercado bursátil mundial con menos de un cuarto del PIB. En cambio, las 2 mega economías China e India, suponen un 19.6% del PIB mundial para solo un 5% de la Bolsa Mundial.

El dato es revelador, y solo por esa simple razón, llámese oportunidad de mercado, tacticismo o reversión a la media, **ninguna cartera que pretenda batir o simplemente tener exposición al mercado mundial puede prescindir de invertir un porcentaje en Emergentes**

The World Economy

Gross Domestic Product (GDP) by Country 2019

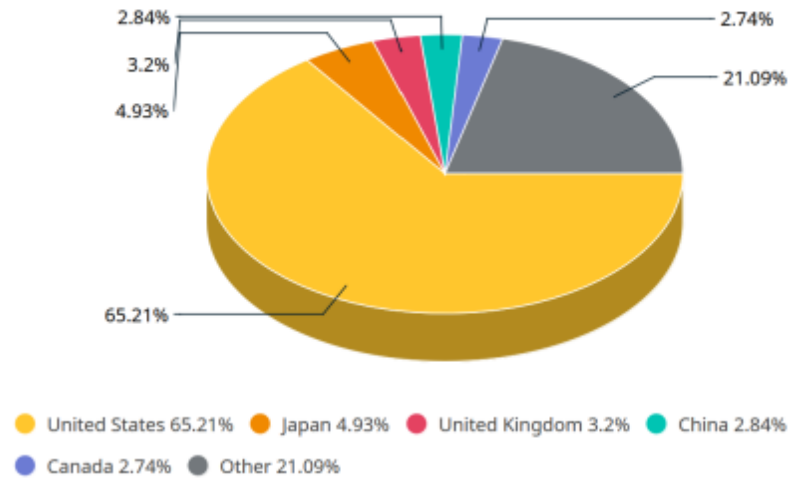


Article & Sources:
<https://howmuch.net/af/c/the-world-economy-2019>
<https://statista.com/world/>

howmuch.net

Weights in MSCI All Country World Index

% global market capitalization, float adjusted



Como curiosidad, comentar que MSCI publica un interesantísimo índice, el MSCI ACWI GDP Weighted basado en un esquema de ponderación derivado del tamaño económico de cada país (utilizando datos del PIB) en lugar del tamaño de su mercado de valores. Con el tiempo, los datos del PIB tienden a tener más estabilidad que los precios del mercado de valores. No es de extrañar que no supere al ACWI de toda la vida especialmente por su menor exposición al mercado estrella americano:

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (USD) (OCT 2009 – OCT 2024)



INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (%) (OCT 31, 2024)

	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	ANNUALIZED			
					3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Jun 30, 2000
MSCI ACWI GDP Weighted	-3.92	3.84	27.48	13.38	2.59	7.46	6.72	5.78
MSCI ACWI	-2.21	2.67	33.40	16.44	6.01	11.61	9.62	6.36

2. Los integrismos suelen ser nocivos. En Finanzas, letales. Aun recuerdo a principios de los 90, como algunos gestores locales de renta variable se negaban a incluir acciones europeas en sus carteras, no fuera que les contaminaran sus Altos Hornos, Matildes y Banestos. La gradual apertura a otros mercados nos quitó la tontería e internet democratizó el acceso al conocimiento. Por ello encuentro cada vez más anacrónico a los integristas de la Inversión Value. Aun conociendo a excelentes profesionales de la gestión, que llevan toda su vida buscando compañías infravaloradas, es decir, que cotizan por debajo de su valor intrínseco, que es el precio que el mercado asignaría a esa acción en condiciones normales.

Este y no otro es el principio fundacional de la inversión Value.

Pero centrarse solo en este enfoque presenta 3 problemas:

El más evidente es que cuando una compañía está barata suele ser por algo. Y puede permanecer barata más tiempo que tú solvente (hola Keynes!).

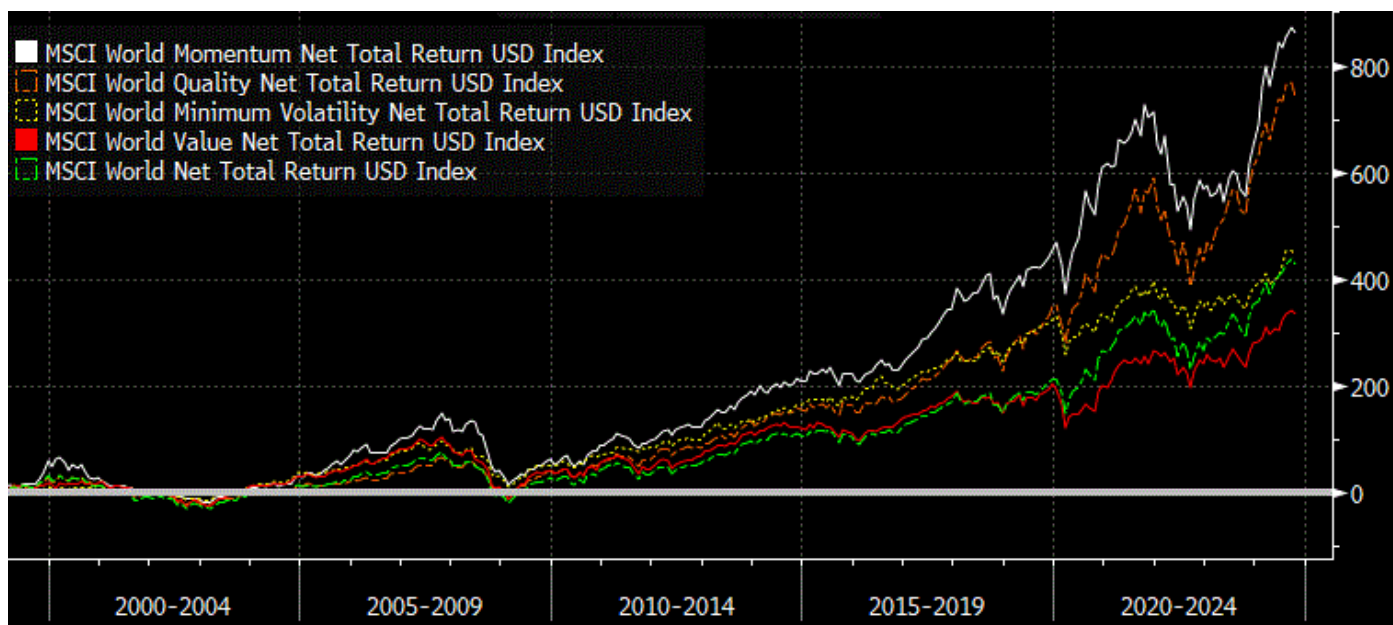
El segundo es que no todos los gestores somos Warren Buffet.

Sin embargo, es el tercer problema el que me tiene anonadado: **la negación de la realidad y el coste de oportunidad al invertir solo y únicamente bajo filosofía Value**. El mundo académico está bastante de acuerdo en identificar 6 fuentes o factores de rentabilidad en los mercados bursátiles: value, momentum, tamaño, volatilidad, calidad y dividendos. Así que, igual que en los 90 había quien solo compraba acciones españolas, hoy en día tenemos apóstoles del Value que lo defienden como la única estrategia posible y cabal para ganar en el mercado.

Y me temo que va a ser que no. De hecho, es el factor de inversión que presenta un Ratio de Sharpe peor en los últimos 15 años :

Name	Total Ret 1 Yr (Mo-End) EUR	Total Ret Annlzd 3 Yr (Mo-End) EUR	Total Ret Annlzd 5 Yr (Mo-End) EUR	Total Ret Annlzd 10 Yr (Mo-End) EUR	Total Ret Annlzd 15 Yr (Mo-End) EUR	Total Ret Annlzd 20 Yr (Mo-End) EUR	Sharpe Ratio 15 Yr (Mo-End) EUR
MSCI World Quality NR USD	27,35	17,90	16,66	16,97	11,70	8,81	0,68
MSCI World Momentum NR USD	21,24	14,63	16,94	17,17	11,00	9,36	0,61
MSCI World High Dividend Yield NR USD	22,27	6,83	7,07	10,43	5,68	5,69	0,27
MSCI World Minimum Vol (USD) NR USD	14,31	7,88	7,93	11,84	7,80	6,73	0,52
MSCI World Value NR USD	33,21	6,78	7,90	11,19	5,47	5,20	0,26
MSCI World Small Cap NR USD	41,89	10,96	11,77	14,60	8,97	9,52	0,42
MSCI World NR USD	30,34	13,22	13,04	14,34	8,11	6,81	0,42

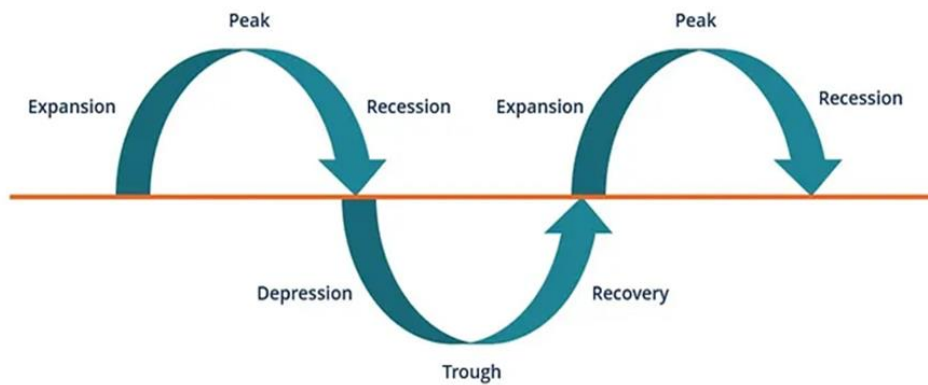
Y aún mucho más visual y dolorosa es la comparación de las 4 estrategias de factores con mayor arraigo, los MSCI World Factors. Haber estado únicamente en Value es como haber estado en mercado a medio gas.



3. ¿Cómo se podría invertir de manera dinámica a través de factores en los mercados bursátiles mundiales? Pues esa es la pregunta del millón. Viendo el gráfico superior, ¿a quién no le hubiera gustado estar full-invested en una cartera Momentum o Quality? Bueno, esta pregunta, a toro pasado, es tramposa, además de reconocer que desde 2009 vivimos un ciclo secular alcista potente que ha condicionado los resultados. Sin embargo, en los últimos dos años y para el lanzamiento de fLAB Equity, encontrar un modelo sistemático de inversión que fuera adaptativo, es decir, que invirtiera en aquellas acciones que mejor relación con esos 4 factores tuvieran en cada momento, ocupó la mayor parte de mi research. Al final, hemos conseguido **identificar las 3 variables que definen la mayor o menor ponderación que deben otorgárseles a los 4 factores** (lo hemos bautizado como el 3M Factor Model: Macro+Momentum+Mkt Sentiment):

a) Ciclo Macro

La teoría sugiere que los rendimientos sistemáticos de los factores deberían estar vinculados a las cambiantes condiciones económicas. Los rendimientos positivos de factores a largo plazo a menudo se han asociado con la compensación por asumir riesgos macroeconómicos. Por ejemplo, durante una desaceleración, que podría caracterizarse por un deterioro de las condiciones económicas, pero un crecimiento económico aún positivo, una combinación de factores defensivos tal vez sea más apropiada que una combinación de factores cíclicos. Por el contrario, durante una fase de expansión, podría preferirse una combinación de factores cíclicos.






b) El propio Momentum de los diferentes Factores

Relativamente pocos estudios sobre la asignación adaptativa de factores han considerado el efecto del momentum sobre los factores mismos. Los indicadores de Momentum se basan en los rendimientos totales históricos de los últimos 12, 6 y 1 meses para cada uno de los 4 factores. De entre todas las simulaciones con datos desde 1986 en el estudio manejado, la cartera simulada basada en el momentum con mejor rendimiento para el índice MSCI ACWI fue el Momentum de 6 meses (referencia: Hitendra D. Varsani, Vipul Jain, MSCI, Oct 2018).

c) El sentimiento del mercado

La crisis cuantitativa de 2007 y la crisis financiera mundial de 2008, caracterizada por una volatilidad extrema, son crudos recordatorios de épocas en que algunas estrategias de factores, como Value experimentaron pérdidas significativas. Las pérdidas en las estrategias de Momentum, por otra parte, han coincidido con entornos de volatilidad cambiantes. Se ha descubierto que las medidas de mercado, como el índice de volatilidad CBOE (VIX) o los diferenciales ajustados por opciones (OAS) de los mercados crediticios, son indicadores adelantados, estadísticamente significativos del desempeño de los factores.

Utilizando estos 3 parámetros para las diferentes áreas geográficas, una inversión en Bolsa Mundial, a fecha de hoy, privilegiaría los factores de la siguiente manera (sombreados los factores más relevantes):

	Quality	Momentum	Low Vol	Value	
					
MACRO	40	30	20	10	
MOMENTUM	30	40	20	10	
MKT SENTIMENT	25	25	25	25	
	31,67	31,67	21,67	15,00	USA fLAB Factor
					
MACRO	35	20	30	15	
MOMENTUM	10	30	40	20	
MKT SENTIMENT	20	30	20	30	
	21,67	26,67	30,00	21,67	Europe fLAB Factor
					
MACRO	35	35	15	15	
MOMENTUM	40	30	20	10	
MKT SENTIMENT	25	25	25	25	
	33,33	30,00	20,00	16,67	Japan fLAB Factor

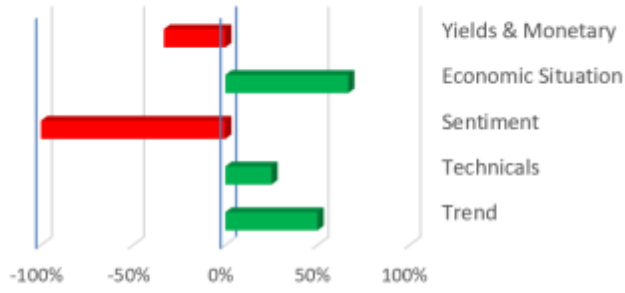
Espero que mis cavilaciones, que nos llevarán al lanzamiento de fLAB Equity, sobre finales de Enero 2025, cuando los legals y compliance de este mundo luxemburgués tan curioso lo permitan, te hayan resultado de interés.

Ah, me despido no sin recordar el **Asset Allocation en Diciembre de fLAB Core:**

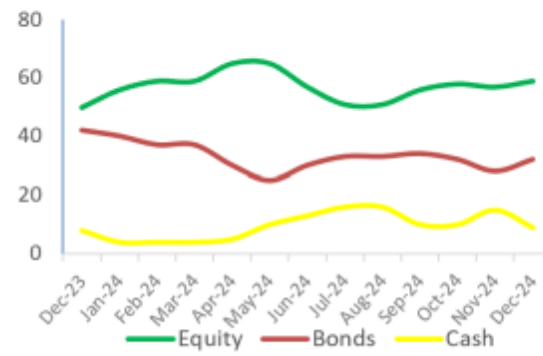
fLAB Core Asset Allocation Model

	Dec-24	Benchmark
Stocks	59%	55%
Bonds	32%	35%
Cash	9%	10%

Equity vs. Bonds Relative Strength by Betalping 5 Indicators



red (bond & cash preference) green (equity preference)



Equity Regional Allocation vs MSCI World AC

US & Pacific ex-Jap **OW**

Japan & UK **UW**

Benchmark (US 63%, Eur 12%, Emerg Mk 10.5%, Jap 5.5%, UK 3.5%, Pacific 2.8%, Can 2.7)

US Sector Allocation

Cons Discr, Financials, Energy **OW**

Materials & HealthCare **UW**

Government Bond Allocation vs Barclays Global Government Bond Index

Eurozone & UK **OW**

Japan **UW**

Benchmark (US 55%, Eurozone 25%, Japan 14%, UK 6%)