



It's All About Asset Allocation

Mayo 2026, Newsletter#115

El S&P 500 acumula una subida del 10,7% en los primeros cinco meses del año, una trayectoria que lo acercaría a cerrar con una rentabilidad superior al 15% por cuarto ejercicio consecutivo. Si lo consigue, estaría igualando una hazaña que solo se ha visto una vez en la historia reciente: el extraordinario quinquenio de 1995 a 1999.

Cuanto más se prolonga este rally, **más inevitable resulta la comparación con la segunda mitad de los años noventa**. En ambos casos, una revolución tecnológica ha actuado como catalizador, impulsando la inversión empresarial y mejorando la productividad. Por supuesto, también existen diferencias importantes —desde la demografía hasta la confianza del consumidor o el contexto geopolítico— que hacen que la historia nunca se repita exactamente igual. Aunque probablemente la mayor diferencia entre los PER de entonces y los de ahora, es que el boom de los precios en la burbuja punto.com se ha convertido en **boom del denominador (los earnings)** en esta ocasión. Dato muy a favor de la situación actual, sin duda.

Aunque el paralelismo con los años noventa seguirá alimentando debates y titulares durante mucho tiempo, nuestra atención está puesta en una cuestión más inmediata: qué podemos esperar para la segunda mitad de 2026.

Y aquí la comparación con el año 2000 vuelve a aparecer sobre la mesa. Dos de los ingredientes que precedieron a aquel mercado bajista —**el repunte de la inflación y claras divergencias técnicas**— también están presentes hoy. Me voy a centrar en el primer ingrediente, la inflación y es que la historia económica tiene un curioso sentido del humor. Cada vez que los mercados celebran que “la inflación ya está controlada”, la inflación suele responder con un: “¿Seguro?”. No sería la primera vez.

En los años 40, tras la Segunda Guerra Mundial, **la inflación apareció en varias oleadas**: 1942, 1947 y 1951. En los años 70 hizo exactamente lo mismo: 1970, 1975 y 1980. Cambian las décadas, cambian las corbatas de los banqueros centrales... pero ciertos patrones permanecen sorprendentemente intactos. El mercado suele enamorarse demasiado rápido de la narrativa del “aterrizaje suave”: baja algo la inflación, los inversores vuelven a comprar crecimiento, las valoraciones se expanden y Wall Street empieza a descontar bajadas de tipos antes incluso de que la tinta del último dato de IPC se haya secado. La pasada semana se publicó el dato del indicador favorito de la FED, el **PCE Price Index, ligeramente mejor** a lo esperado y venga, de fiesta otra vez...

El problema es que las segundas oleadas inflacionarias (como la que estamos empezando a surfear) suelen ser bastante más antipáticas que las primeras.

¿Por qué? Porque al principio las empresas todavía pueden trasladar costes al consumidor.

Pero con el tiempo:

- los salarios suben
- la financiación se encarece

- el consumidor se fatiga
- y los márgenes empresariales empiezan a comprimirse

Y cuando coinciden caída de márgenes y caída de múltiplos... los mercados descubren que "comprar cualquier cosa" deja de ser una estrategia de inversión sofisticada.

En relación a nuestros fondos:

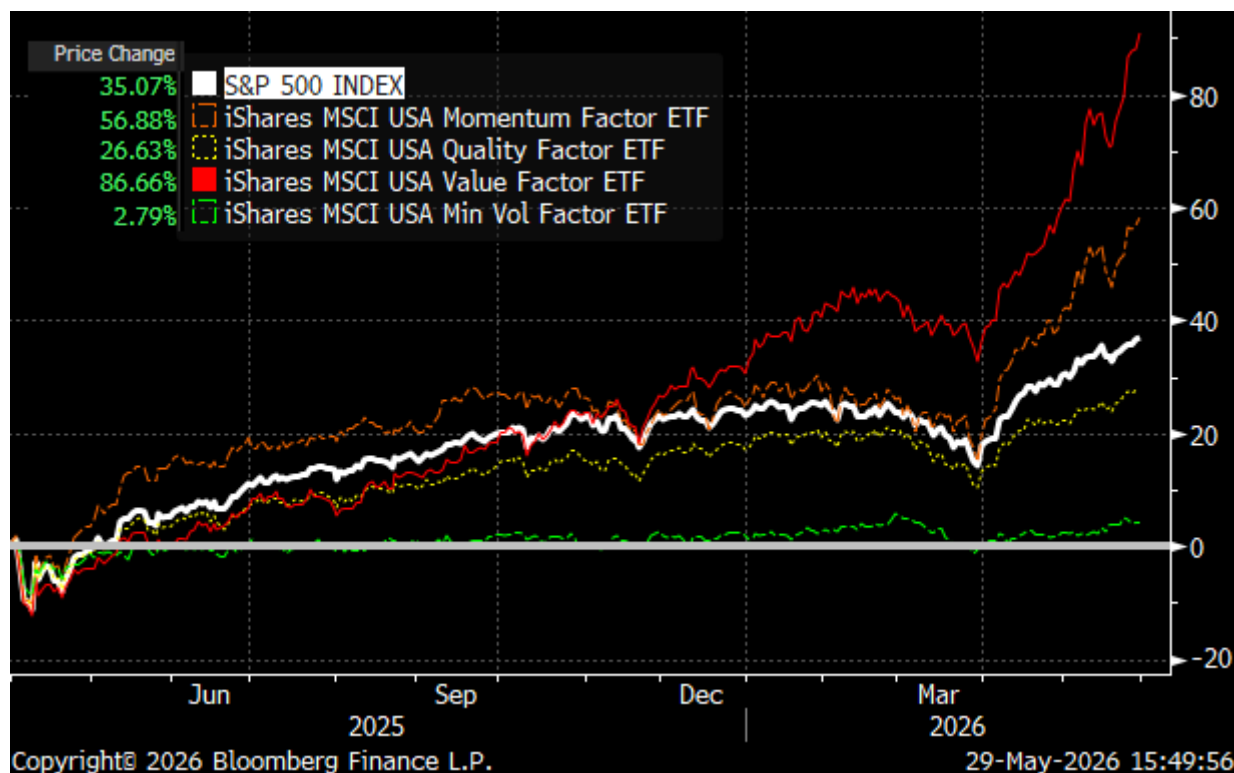
FLAB Equity Clean-EUR (YTD 13.98% vs MSCI ACWI Euro-Hedged 11.47%)



Vaya, que vamos como un tiro, ya que **la selección por factores ha hecho su magia**. Pero alerta, que vienen curvas de inflación. Históricamente, en entornos de inflación elevada, no todos los factores se comportan igual:

- Value solía ser el gran superviviente. Empresas con valoraciones razonables, activos reales y generación de caja tienden a resistir mejor cuando el miedo a todo lo que huelga a burbuja asoma y el dinero deja de ser "gratis". El problema en la actualidad es encontrar esas valoraciones "razonables" tras el calentón de este factor;
 - Quality también acostumbra a comportarse relativamente bien. En tiempos complicados, las compañías con balances sólidos, alta rentabilidad sobre capital y baja deuda vuelven a ponerse de moda. Curiosamente, la disciplina financiera reaparece justo cuando el crédito deja de ser un buffet libre. Justo lo contrario de la ola de Private Credit que nos asola.
- Minimum Volatility suele proteger mejor en fases de desaceleración económica posteriores, aunque no siempre lidera durante el primer shock inflacionario, especialmente si los sectores defensivos cotizan demasiado caros (que no parece precisamente el caso actual)
- Momentum es probablemente el factor más delicado en cambios bruscos de régimen macro. Funciona muy bien... hasta que deja de hacerlo de forma bastante violenta.

Veamos la **magnitud de la actual dispersión factorial en USA** tras el Liberation Day (Abr 2025)



Varias conclusiones: Encontrar empresas Value en EEUU se ha convertido en algo realmente complicado, Min Vol cotiza a niveles más que razonables y Quality no ha sufrido el calentón de Value y Momentum.

En **Europa y Japón también sucede, pero no es tan extremo**. En Europa, en ese mismo periodo, Value (+40%) supera a Min Vol y Quality ampliamente (ambas +11%). Y en Japón, todo más armónico: Value, Momentum y Quality entre +50% y +60% doblando a Min Vol (+28%)

Las acciones son especialmente vulnerables porque la mayoría de los indicadores de amplitud de mercado (Breadth) no han confirmado la exuberancia de las acciones del entorno IA. Además, el tsunami histórico de OPVs que se nos echa encima, agotará la liquidez del mercado de valores.

En resumen: si la inflación reaparece, vamos a primar calidad y baja volatilidad, ya que empresas con buena valoración será complicado encontrar en este ciclo. Se infraponderarán las narrativas demasiado optimistas financiadas con tipos artificialmente bajos e historias de crecimiento infinito.

Y ¿cómo debería comportarse un fondo mixto flexible ante una segunda oleada de inflación?

fLAB Core Clean EUR (YTD 3.64% vs MSCI ACWI 12.81% & G4 Govies Index - 0.62%)

En este contexto, la asignación entre activos vuelve a importar. Y mucho.

- Renta Variable: tras las primeras caídas ante el riesgo incipiente inflacionario, una cartera compuesta por compañías rentables, negocios consolidados y con capacidad de trasladar precios, puede comportarse de manera aceptable. Sin embargo, en esta ocasión, **las Bolsas están ignorando completamente las señales y no han existido primeras caídas** que valgan. Es decir, no hay nada negativo descontado. Por ello, no creemos que los índices generalistas aguanten un nuevo shock y el stock picking explicado en el punto anterior es, en esta ocasión, el único salvavidas;
- los Bonos Gubernamentales, especialmente los de larga duración, han pasado de ser "el activo sin riesgo" a algo más matizado: siguen siendo soberanos, pero no inmunes al riesgo de tipos cuando la inflación manda. **A diferencia de la Bolsa, aquí sí ha**

habido "repricing". Hoy es posible volver a "prestar dinero al Estado" a tipos que hace unos años habrían parecido un error de impresión:

- en EE.UU., bonos cupón cero a 20 años con rentabilidades en torno al 5,30%;
 - en Japón, bonos gubernamentales a 30 años, con cupones del 0,4% anual y TIRs en el entorno del 6,15%;
 - y en el Reino Unido, gilts a 30 años con estructuras cupón cero que alcanzan TIRs cercanas al 5,65%. En otras palabras, el activo que durante años "no pagaba nada" vuelve a pagar... y bastante.
- y el aparentemente aburrido Cash recupera una cualidad casi exótica en mercados modernos: ofrecer rentabilidad... sin necesidad de hacer malabarismos. Durante más de una década, mantener liquidez parecía un pecado financiero. Hoy, por primera vez en muchos años, **cobrar por esperar vuelve a existir**.
Estamos preparando las carteras para ello.

PD: ¿Quién iba a decir que ya hace 10 años del Brexit y de la primera victoria de Trump? Estos dos eventos marcaron nuestra era y son el escenario en el que se desarrolla mi segunda novela, maIA. Aunque se puede leer de forma independiente, la experiencia completa empieza en WASB, que es donde realmente se da vida a sus protagonistas. Así que, si buscas una buena lectura para el veranillo, no te preocupes: ponte cómodo y deja que Amazon se encargue del resto.