CIRCULAR

Alinea Global

El retorno de Alinea Global en **octubre** ha sido del +0,5%, lo que deja la rentabilidad acumulada desde inicio de año en el +6,9%.

La aportación más positiva durante el último mes ha venido de nuestros **valores de contado en renta variable** (valores que, como es conocido, están seleccionados con criterios *bottom up* y coinciden con los que están presentes en el otro fondo que gestionamos desde Circular, el Alinea European Equities). Aunque en menor medida, las posiciones en **divisas** también han contribuido favorablemente.

En sentido contrario, tanto la exposición vía futuros a **renta variable asiática** como nuestro **corto en curva americana** han detraído del retorno del mes (si bien es cierto que las pérdidas derivadas de la segunda posición mencionada se han visto compensadas por las ganancias que nos han reportado nuestros bonos a largo plazo en Australia y Nueva Zelanda).

Mirando hacia delante, los elementos básicos de nuestro **escenario macro central** se mantienen sin cambios:

- Las **demandas agregadas** continúan en buena forma en un gran número de países (el **consumo privado** se beneficia de los bajos niveles de paro y de la buena posición de balance de las familias; pensando en los próximos trimestres, vemos pocos motivos para anticipar un parón en la **inversión empresarial**; las **políticas fiscales** siguen siendo más bien expansivas…).

- La **oferta agregada** global se mantiene más bien "restringida" (bajos niveles de capacidad ociosa; *shocks* de oferta negativos causados por tensiones geopolíticas…).

- Demandas agregadas fuertes y ofertas potenciales "ajustadas" implican **crecimientos sólidos** pero, también, ciertas **tensiones inflacionistas**. Y esto, a su vez, obliga a los bancos centrales a subir los tipos de interés. Sin embargo, la combinación anterior no es necesariamente nociva para los activos de riesgo. En efecto, el hecho de que (al menos de momento) las **expectativas de inflación** a medio plazo permanezcan ancladas hace teóricamente posible que los bancos centrales puedan lograr sus objetivos de estabilidad de precios con políticas monetarias neutrales o sólo moderadamente restrictivas.

- Aunque las valoraciones de la IA nos parecen excesivas, parece claro que la aplicación de esta nueva tecnología a la economía real, si se hace de forma "correcta", puede dar lugar a una aceleración significativa de la productividad y ayudar, de esa forma, a dar continuidad al actual ciclo expansivo global.

Por el lado de los **riesgos**, los que más nos preocupan (ya sabéis que tendemos a concentrarnos en aquéllos que, en nuestra opinión, más probabilidad tienen de generar pérdidas a más de 6-12 meses vista) podrían enumerarse como sigue:

- Posible corrección adicional de las **valoraciones de la IA**: una cosa es que la IA sea una tecnología con un gran potencial y otra, muy distinta, es que los jugadores actuales vayan a ser los que se lleven todo el pastel. Lo segundo no lo tenemos nada claro y, por esa razón, otorgamos una probabilidad razonablemente elevada a que se puedan ver más correcciones en la parte más cara de este segmento de mercado. Al mismo tiempo, sin embargo, pensamos que lo más probable es que, si la corrección de las valoraciones de la IA continúa, este proceso siga teniendo lugar más en forma de **rotación** hacia otros sectores y geografías que en forma de caídas abruptas de la renta variable global.

- Potencial **desanclaje de las expectativas de inflación**, algo que haría mucho más difícil que los bancos centrales pudieran alcanzar sus objetivos de estabilidad de precios sin generar un parón significativo de la actividad económica. Aunque no de forma exclusiva, este riesgo lo vemos especialmente claro en **EEUU** porque la demanda agregada americana es especialmente fuerte; porque los factores inflacionistas de oferta están también particularmente presentes en ese país (paro muy bajo, fuerte subida de precios energéticos, aranceles, expulsión masiva de inmigrantes…); y, también, porque pensamos que la FED es quizás, junto con el BOJ, el banco central con más probabilidades de quedarse detrás de la curva.

- Posible tensionamiento de las condiciones financieras si los mercados optaran, en algún momento, por castigar más en serio la muy **negativa situación presupuestaria** que caracteriza a países como EEUU, Francia o Japón.

Resumimos a continuación, de forma esquemática, la cartera de Alinea Global, para que se pueda entender cuál es el **posicionamiento** del fondo ante el escenario central y los riesgos que se acaban de comentar:

- **Renta variable**: seguimos alrededor de un 59,3% largos, como expresión del carácter "constructivo" del escenario macro que consideramos más probable. En todo caso, como no queremos estar expuestos a una corrección adicional de las valoraciones de la IA, renunciamos a tener exposición a las partes más caras de ese segmento de mercado. A nivel geográfico, mantenemos 31,9 puntos de exposición en Europa (por macro, por valoración y por oportunidades de generación de alfa); y tenemos 22,5 puntos en Asia (en esta última región nos centramos en Hong Kong, China y Filipinas porque los mercados de esos países tienen márgenes de revaloración especialmente atractivos; porque sus políticas económicas muestran una fuerte credibilidad; y porque sus entornos macro son, o muy favorables, como es el caso de Hong Kong, o tienen pinta de ir a mejorar a corto plazo, como sucede en China y Filipinas). Por contra, el peso en EEUU es de sólo 4,9 puntos, porque vemos valoraciones en muchos casos excesivas y porque no queremos estar expuestos tampoco a los riesgos macro e institucionales que vemos en la primera economía del mundo.

- **Duración**: mantenemos en alrededor de cero años la duración en el conjunto de la cartera porque no estamos seguros de que los tipos a largo plazo hayan subido lo suficiente como para controlar la inflación. En cuanto a la composición de nuestra estrategia en esta clase de activo, cabe señalar que estamos cortos en curva americana (para cubrir los riesgos de desanclaje de expectativas y los "peligros" presupuestarios que vemos en Estados Unidos); y que tenemos, al mismo tiempo, posiciones largas en curvas de países que consideramos "sanos" (Australia y Nueva Zelanda).

- **Divisas**: estamos un 50,7% largos de divisas con fundamentales fuertes (países con escenarios macro positivos, bancos centrales 100% creíbles y situaciones presupuestarias suficientemente sólidas). Estas divisas (que en su inmensa mayoría están contra euros) cumplen un doble papel en cartera. Por un lado, ofrecer un potencial de retorno atractivo. Por otro, servir de protección por si la situación presupuestaria en Francia se complica aún más de lo que nosotros prevemos. En cuanto a cambios de cartera durante el mes, en octubre hemos aumentado ligeramente posiciones tanto en corona sueca (por datos macro especialmente fuertes); como en libra esterlina (por nuevos signos positivos por el lado de la actividad económica y por la confirmación de que el gobierno británico mantiene su compromiso con las reglas fiscales del país).

- **Crédito corporativo**: seguimos con muy poco riesgo en esta clase de activo: 7,3 puntos de exposición, con rating medio BBB+ y vencimiento promedio de 1,6 años.

Por último, y en cuanto a **cosas a las que estaremos particularmente atentos** durante las próximas semanas, podemos citar las siguientes:

- Si una eventual corrección adicional en las valoraciones de la IA tuviera pinta de ir a generar una **caída más generalizada en los índices de renta variable**, nuestro modo de actuar sería, probablemente, como sigue: más duración en curvas sanas (porque una corrección fuerte en bolsa equivaldría a un *shock* negativo de demanda); menos renta variable (por lo mismo); y posiciones cortas en dólar (porque, si la IA se cae en serio, eso sería especialmente negativo para la demanda agregada EEUU, lo que llevaría a la FED a volverse todavía más *dovish* en comparación con otros bancos centrales).

- Si vemos evidencias de **desanclaje de expectativas de inflación** y de **aceleración excesiva de los salarios** (no descartamos para nada que esto pueda ocurrir), posiblemente haríamos lo siguiente: más posiciones cortas en curva americana; y menos renta variable.

- Si en algún momento empezamos a percibir que el mercado da muestras de querer castigar de forma más intensa a los países con peor **desempeño presupuestario**, lo que seguramente haríamos sería, otra vez, aumentar el corto en curva americana; y, en función de cuál sea la respuesta de las autoridades estadounidenses ante una situación como la comentada, nos podríamos plantear también posiciones cortas en dólar. Por lo demás, si viéramos síntomas de que la cosa pudiera llegar a ponerse realmente fea, ni que decir tiene que también en este caso bajaríamos peso en renta variable.

Disclaimer

AVISO LEGAL Circular Patrimonio AV SL (en adelante, CIRCULAR) no garantiza que los datos contenidos en este informe (en adelante, los "Datos") sean completos, exactos o libres de errores u omisiones. Esta comunicación comercial o ficha informativa es distribuida por CIRCULAR o distribuidores autorizados con fines meramente informativos y no constituye una oferta de suscripción de acciones del Fondo. Las suscripciones del Fondo, deben realizarse, en cualquier caso, únicamente sobre la base del folleto informativo, el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor ("DFI"), el reglamento de gestión y el informe anual o semestral más reciente y después de haber contado con asesoramiento en materia financiera, jurídica, contable y fiscal. Los interesados pueden obtener los documentos mencionados en la web de CIRCULAR www.circularav.com, en los comercializadores y en la CNMV. La decisión de invertir en el fondo debe tener en cuenta todas las características u objetivos del fondo descritos en el folleto. Fuentes de los datos recogidos en el informe: datos internos de CIRCULAR no auditados y proveedores habituales de información financiera para la información relativa de los valores e instrumentos (en adelante, los "proveedores de datos"), y pueden ser actualizados sin previo aviso. Los proveedores de datos no garantizan la idoneidad, exactitud, actualidad o integridad de sus datos e información (en adelante, los "Datos de terceros"). Los Proveedores de Datos no hacen ninguna declaración sobre la conveniencia de ninguna inversión y no patrocinan, promueven, emiten, venden o recomiendan o avalan de otro modo ninguna inversión. La inversión en el Fondo conlleva diversos riesgos que se explican en el folleto del mismo. Los Datos de Terceros utilizados para el presente informe se facilitan "tal cual" y se excluyen todas las garantías, incluidas, sin limitación, las garantías implícitas de comerciabilidad e idoneidad para un fin determinado. En ningún caso los Proveedores de Datos, y cualquiera de sus filiales o cualquier otra persona involucrada o relacionada con la compilación, tratamiento o creación de los Datos de Terceros será responsable de cualquier daño relacionado con éstos, incluyendo, sin limitación, los daños resultantes de cualquier uso o confianza en ellos. Los Datos sólo pueden ser leídos y/o utilizados por la persona a la que van dirigidos. CIRCULAR no es responsable de su uso, transmisión o explotación. Por lo tanto, cualquier forma de reproducción, copia, divulgación, modificación y/o publicación de éstos es responsabilidad exclusiva del destinatario de este informe, sin que el Fondo o su Gestora incurra en responsabilidad alguna. El destinatario de esta información comercial se compromete a cumplir las leyes y reglamentos aplicables en las jurisdicciones en las que utilice los Datos.