

**Q**arquía gestión

**2023 – 2**

**Perspectivas  
Globales**

**Partido a  
partido**

## Partido a partido

Esa es la expresión en el argot futbolístico para describir la estrategia de la FED. En un plano económico, sus intervenciones van a seguir siendo *data dependent*, o dicho de otro modo, tomarán las decisiones que correspondan en función de la evolución de la economía. Partido a partido.

La parte buena es que, después de prácticamente un año en que los tipos de interés (FED rate) han pasado del 0-0,25% al 5,25-5,5%, la inflación en EE.UU. ha caído del 9% al 3,7% el pasado mes de agosto. Y todo esto, sorprendentemente, sin entrar en recesión.

Pero estos doce meses tampoco han sido un camino de rosas. Por el camino han caído tres bancos regionales norte-americanos y Credit Suisse en Europa, el *real*

*estate* comercial ha sufrido una fortísima corrección, y el mercado inmobiliario está prácticamente paralizado: con unos costes de la financiación que se han multiplicado, los vendedores se lo piensan dos veces antes de renunciar a los tipos hipotecarios (en EE.UU. son fijos) que cerraron cuando los intereses eran mínimos. Dicho de otro modo, el valor de los inmuebles no ha caído, pero las operaciones sí. Mientras no haya necesidad de vender todo va bien.

Con todo, por el momento el daño ha podido ser contenido, y el sector financiero ha resistido. Se está evitando el 'hard landing', un aterrizaje brusco, y poco a poco parece que estamos consiguiendo el 'soft landing', o aterrizaje suave, tan deseado.

Para alcanzar este objetivo, la FED pretende mantener una tasa de crecimiento en la economía norteamericana positiva, pero por debajo de su potencial, de manera que las tensiones en la economía se vayan

deshinchando de manera progresiva y sin mayores daños.

Además, en ese mismo discurso del mes de agosto, trasladaba el mensaje de que las medidas tomadas hasta ahora deberían ser suficientes para alcanzar el objetivo de inflación a largo plazo del 2%, aunque estaban dispuestos a tomar aquellas que sean necesarias para evitar el sobre-calentamiento de su economía. Y en ese aspecto va a ser clave que el mercado laboral se empiece a debilitar moderadamente.

Cabe decir que nuestros escenarios a principios de año eran mucho más negativos de los que está siendo la realidad. Nuestras previsiones apuntaban a una llegada de la recesión para el tercer trimestre del año basándonos en la inversión de la curva norteamericana, PMI por debajo de 50, y una política monetaria muy restrictiva. A fecha de la redacción de este informe, la curva sigue invertida, aunque "sólo" en 73pb frente a los 110 a los que se

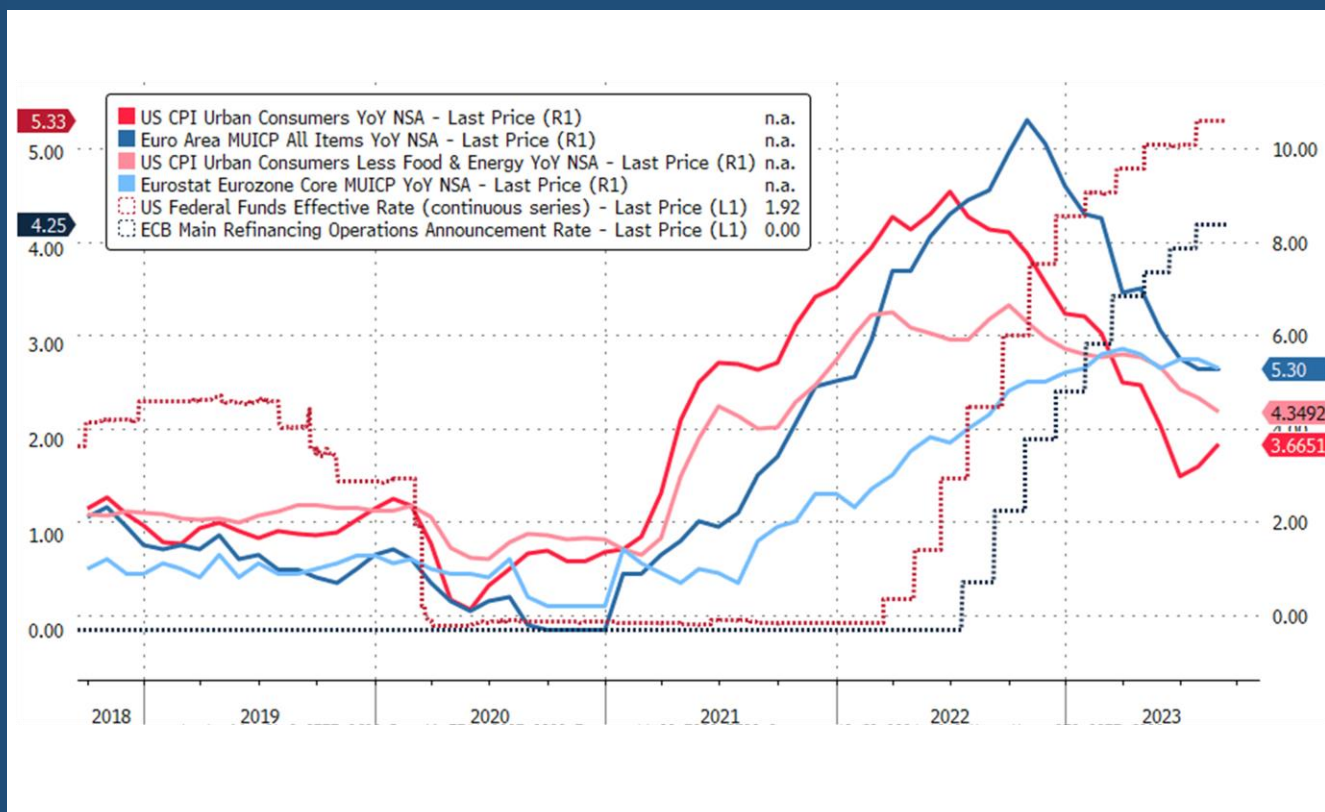
llegó en marzo y junio, y el PMI manufacturero de nuevas órdenes sigue en terreno negativo, 46,8. Pero el discurso de la FED deja entrever que podríamos estar al final de proceso de subida de tipos de interés, con la economía norteamericana aun creciendo y, lo más importante, un mercado laboral cuyas tensiones empiezan a aliviarse.

En Europa el panorama es más preocupante: tenemos muchas más dudas respecto al rol que puede jugar el BCE en el futuro. En septiembre Lagarde subió los tipos de interés hasta el 4,5%, y apuntó a un posible fin en el proceso de subidas de tipos tipos – al igual que la FED –, dejando entrever que la lucha contra la inflación se centrará más en el tiempo durante el cual se

mantendrán tipos elevados que en el nivel de estos tipos de interés. Pero, aunque la medida vaya en línea con la de la FED, y eso es importante en cuanto que evita importar más inflación a través de un encarecimiento del euro, la inflación en la Eurozona aún es demasiado elevada (5,3%), en un momento en que, además, la ralentización económica empieza a ser evidente, al igual que las perspectivas de entrada en recesión de países como Alemania, que además son muy sensibles al estancamiento de la economía china.

Con todo esto, nuestra estrategia de inversión va a ser la misma que la de la FED, jugar partido a partido.

La mejora del escenario norteamericano nos ha llevado a mover la exposición a bolsa hacia un punto más equilibrado, que pensamos mantener durante los próximos meses. Además, vamos a mantener la sobreponderación a Estados Unidos que ya teníamos, y que



después de unos meses en que Europa tuvo mejor comportamiento está empezando a funcionar.

En renta fija, la idea de aumentar duración se debe tomar con sumo cuidado. A pesar de que en algunos momentos de este año hemos incrementado el peso en duración, la gestión activa en nuestras carteras también ha implicado que volviéramos a reducirla ante las perspectivas de mayores subidas de tipos. A fecha de la realización de este informe, parece interesante aumentar duración en dólares norte-americanos, pero la incógnita sobre el futuro desarrollo de las políticas monetarias del BCE, y de la solidez del crecimiento en la Eurozona, nos lleva a seguir siendo prudentes en nuestras carteras en euros, cuya duración y sensibilidad al riesgo crediticio en estos momentos es muy baja.

Aunque obviamente, tal como hemos hecho estos meses, vamos a seguir tomando las decisiones...partido a partido.

## Renta Variable

Tras el susto vivido durante el primer cuatrimestre en el sector bancario americano con las intervenciones en el Silicon Valley Bank, Signature Bank y First Republic Bank, parece que las aguas han vuelto a su cauce.

Aun así, las conversaciones entre demócratas y republicanos sobre el techo de deuda en Estados Unidos volvieron a mantener en vilo a los mercados, sobre todo por la posibilidad de que la primera economía del mundo entrara en situación de *default* si los dos partidos no llegaban a un acuerdo. Finalmente, el sentido común se impuso y se alcanzó el acuerdo, que confirmaría el presidente Joe Biden suspendiendo el límite de la deuda hasta el 1 de enero de 2025.

Ajena al debate político, la economía americana sigue mostrando una gran solidez, tras la undécima subida de los tipos de interés por parte de la FED hasta el rango del 5,25% y el 5,50%, alcanzando su nivel más alto desde 2001 y convirtiéndolo en el ciclo de subidas más agresivo en los últimos 40 años. Pero tras este movimiento, la FED es la primera de las grandes instituciones monetarias que ha optado por una pausa en su carrera

de subida de tipos, en su reunión del mes de junio.

En su esperada intervención en Jackson Hole, Jerome Powell reiteró la necesidad de mantener los tipos altos por más tiempo, dejando la puerta abierta a una nueva subida de tipos ante la sorprendente resiliencia de la economía, pero remarcando también la desinflación lograda.





En Europa, el BCE llevaba los tipos de interés a niveles de hace dos décadas con dos subidas de 0,25 puntos hasta el 4,5%, poniendo por primera vez sobre la mesa una posible pausa. Los bancos de la eurozona han ido informando de una fuerte caída de la demanda de préstamos a las empresas hasta su nivel más bajo jamás registrado. Lo mismo ha ocurrido con la demanda de préstamos hipotecarios. Sin embargo, el BCE sigue decidido en reducir la inflación hasta su objetivo del 2 %, lo que significa, que nuevas subidas de tipos de interés siguen siendo posibles.

Por otro lado, China adoptó nuevas medidas de apoyo al mercado financiero, para evitar repetir el colapso que está viviendo en el sector inmobiliario. Aun así, la preocupación sigue en la economía real, y en este frente no se esperan que las medidas tengan gran impacto.

En el mercado de la energía destacaba la decisión de la OPEP de

mantener el actual recorte de producción (3,6 millones de barriles al día) hasta finales de año, y de extenderlo a todo 2024; a ello se une el hecho de que Arabia Saudí haya decidido llevar a cabo un ajuste adicional de un millón de barriles menos al día.

Los mercados de renta variable acabaron el segundo cuatrimestre con subidas generalizadas y de cierta magnitud. El S&P 500 cerró con ganancias del +8,1%, el MSCI World Net Total Return del +7,7%, y el Nasdaq del +17%.

El Hang Seng chino retrocedió durante el periodo un -7,6%, mientras que, en Europa, las correcciones fueron más reducidas en el caso del Eurostoxx 50 y el Stoxx 600, siendo del -1,4% y -1,8% respectivamente. Respecto a los periféricos, el IBEX 35 se apreció un +2,8%, la bolsa portuguesa retrocedió un -0,6%, y la griega a contracorriente se revalorizó +20,9%.

En referencia a las materias primas, el barril WTI llegó a tocar los 64\$ por barril durante el periodo, aunque cerraba agosto por encima de los 83\$ por barril. Por su parte, el euro/dólar concluyó el mes en 1,084 USD/EUR, lo que representa una apreciación del dólar del +1,6%.

Respecto a la publicación de resultados de las empresas, seguiremos muy atentos a las guías o *outlook* que puedan ofrecer, ya que un menor crecimiento, después de las alzas tan significativas que hemos tenido en algunos valores, podría ser demoledor para alguna de ellas.

### Arquia Banca Líderes Globales

Si en los cuatro primeros meses del año sorprendió a más de uno el fuerte arranque de las bolsas, con el MSCI World revalorizándose un +6%, el segundo cuatrimestre ha sido todavía mejor, con una revalorización del +7,7%.

Como dato estadístico, el 50% de la revalorización del índice en estos primeros 9 meses se explican por 6 compañías: Apple, Nvidia, Microsoft, Meta, Tesla y Alphabet. El índice MSCI World se compone de más de 1600 compañías, de las cuales 50 aportan el 80% de la revalorización del índice este año.

En el segundo cuatrimestre, al igual que el primero, los sectores que se comportaron mejor fueron tecnología (destacando Nvidia, Broadcom, Apple y Microsoft, que explican el 70% de la revalorización del sector) y consumo discrecional (liderado básicamente por dos compañías: Tesla y Amazon, que explican el 91% de la revalorización del sector). Cuatro fueron los sectores que acabaron en negativo dentro del MSCI World: farmacéuticas, bienes raíces, consumo estable y eléctricas. Por empresas, las revalorizaciones más abultadas fueron para Palantir, Nvidia o Rivian Automotive con revalorizaciones cercanas en



algunos casos al +100% durante el periodo. En el otro lado de la balanza tenemos compañías que han perdido prácticamente la mitad de su valor, como Adyen o Siemens Energy.

En los nueve primeros meses, los principales detractores de rentabilidad de la cartera nuestra fueron DSM Firmenich, Neste, Dollar General, Nextera, Metlife y Charles Schwab, que engloban distintos sectores como el financiero,

consumo discrecional y energía. Las que permitieron compensar las pérdidas fueron las que tienen un perfil más tecnológico, como Apple, Nvidia, Alphabet, Microsoft, Amazon, Oracle o Eli Lilly.

No se han realizado cambios que afecten de manera significativa a la estructura de la cartera, aunque sí hemos incorporado la compañía Getlink (Eurotúnel), hemos incrementado en IBM y en Rollins

mientras hemos reducido peso en Pepsico, Roche y J&J, entre otros.

Para los próximos cuatro meses que restan de año, no esperamos que se repitan estas fuertes revalorizaciones, sino que haya una cierta ralentización y hasta ciertas correcciones si en la temporada de resultados, las expectativas de crecimiento que tienen algunas compañías no corresponden al múltiplo que se paga por ellas o que haya una contracción por la parte de los beneficios o BPA (beneficio por acción).

### Arquia Banca Líderes del Futuro

Los grandes catalizadores de la rentabilidad del fondo durante el segundo cuatrimestre fueron principalmente, el sector tecnológico y el consumo discrecional. Por el contrario, el peor comportamiento lo tuvieron sectores defensivos como el farmacéutico, materias primas y eléctricas.

A nivel de compañías, destacaron por encima de otras las grandes tecnológicas americanas, como Nvidia y algunas otras como Lam Research y Tesla.

Por el contrario, compañías como Adyen, Tecnoglass o Nibe restaron rentabilidad al fondo.

En relación a Adyen, es un proveedor de soluciones de pago por móvil, en línea y en punto de venta (TPV) con sede en los Países Bajos. La compañía se desplomó en

bolsa después de presentar unos resultados semestrales que no convencieron al consenso del mercado, especialmente en el capítulo de la facturación neta, que pese a haber crecido un 21% en la comparativa interanual, se quedó por debajo de lo que estaba estimando el consenso de analistas. Teniendo en cuenta que el crecimiento no siempre será lineal y, aunque si es cierto que los ingresos netos desaceleraban su crecimiento en el primer semestre,





Fondo	Rentabilidad 2C23	Rentabilidad 2023	Rentabilidad 2022	Rentabilidad 26/7/21
AB Líderes Globales FI – A	+2,9%	+4,9%	-15,4%	+11,6%
AB Líderes Globales FI – Plus	+3,0%	+5,2%	-15,0%	+11,8%
AB Líderes Globales FI – Cartera	+3,2%	+5,5%	-14,7%	+12,0%
AB Líderes del Futuro FI – A	+8,9%	+12,4%	-28,1%	+4,5%
AB Líderes del Futuro FI – Plus	+9,1%	+12,7%	-27,8%	+4,7%
AB Líderes del Futuro FI – Cartera	+9,2%	+13,0%	-27,5%	+4,9%

no vimos ningún desarrollo sustancial que cambie estructuralmente nuestra oportunidad a medio y largo plazo.

al desarrollo exitoso de medicamentos para la obesidad: Ozempic y Mounjaro, respectivamente.

En base a nuestra estrategia de inversión, hicimos algunos cambios. Por el lado de las ventas, deshicimos la totalidad de las acciones de A10 Networks, Alibaba, Bristol-Myers, Derichebourg y Endesa, entre otros. Por el lado de las compras, incrementamos la posición en Apple, Alphabet y Nvidia. Como nuevas incorporaciones destacamos Straumann, Mips, Novo Nordisk, y Trade Desk, entre otros.

Se incorporó Novo Nordisk y Eli Lilly por el futuro tan prometedor que tienen estas dos compañías gracias

## Renta Fija

Las políticas monetarias de los bancos centrales, a un lado y otro del Atlántico, están teniendo como resultado tanto una reducción en las tasas de incrementos de precios – aún lejos del objetivo del 2% – como el deterioro de los indicadores adelantados de actividad económica, principalmente en el sector manufacturero.

Ante el dilema de si priorizar la lucha contra la inflación o una eventual recesión, pensamos que la estrategia que probablemente prefieran tanto el BCE como la FED es dar por acabado el proceso de alza de tipos de interés y seguir gestionando la duración manteniendo esos tipos a tasas elevadas durante más o menos tiempo.

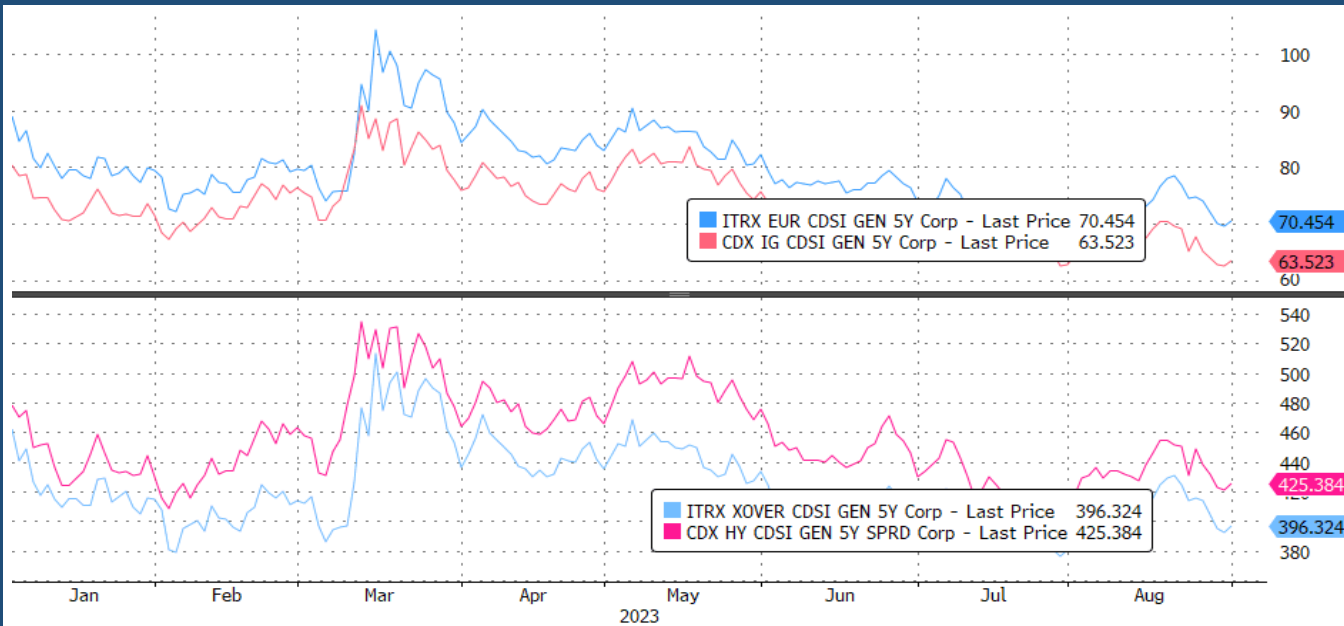
Los mercados de deuda han cerrado este segundo cuatrimestre con rendimientos al alza y las curvas de tipos invertidas, tanto en Europa como en EEUU.

El tramo corto de las curvas coincide con unos tipos de interés oficiales elevados, al tiempo que el tramo largo refleja unos tipos de interés futuros más bajos debido a una esperada ralentización de la economía. En este entorno, pensamos que aún es pronto para apostar por los tramos más largos, y vemos más valor en el tramo medio de la curva, aquel punto que nos permite obtener una rentabilidad atractiva sin necesidad de asumir un riesgo excesivo de duración y volatilidad.

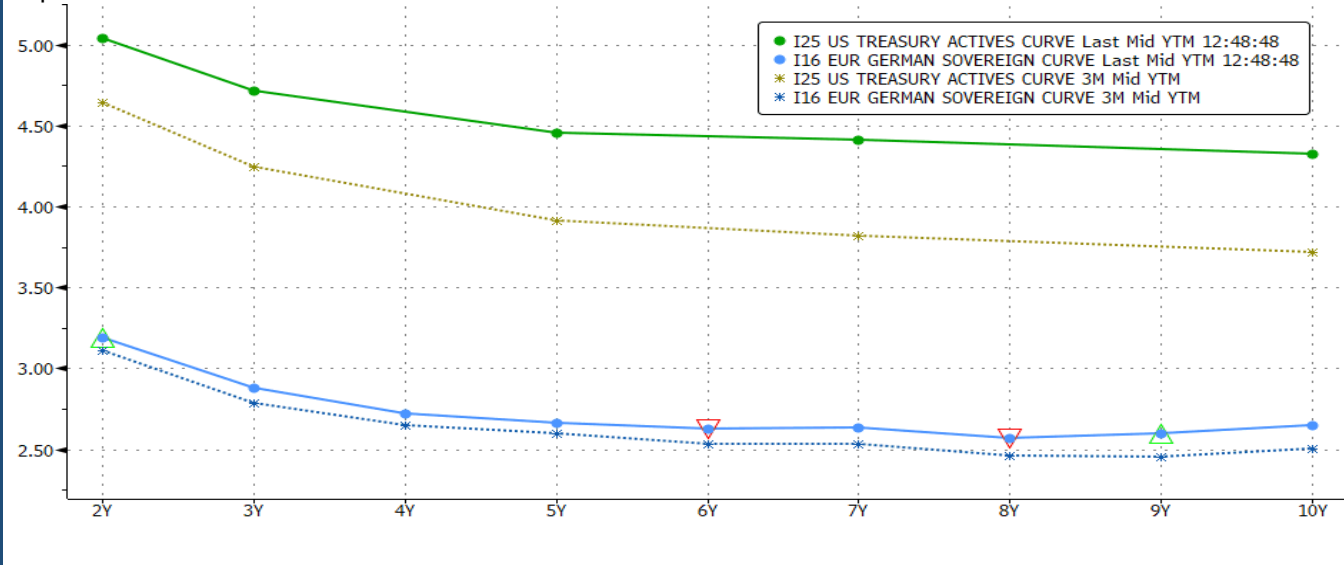
En nuestra opinión, en un entorno como el actual, los rendimientos de los bonos deberían moverse en un rango lateral. Un escenario de bajadas de tipos de interés sólo sería compatible con la llegada de una recesión de calado.

En cuanto a la renta fija privada, en nuestra opinión los diferenciales están en términos históricamente muy estrechos. Los niveles actuales del iTraxx Main a 70 y Crossover a 400 son históricamente muy bajos, especialmente en un marco de ralentización económica, por lo que preferimos tomar un posicionamiento más prudente ante el riesgo que los diferenciales acaben ampliando.

Desde una perspectiva *top-down*, en nuestras carteras nos estamos centrando en emisores de alta calidad, con balances sólidos y mantenemos una reducida exposición a deuda *high yield*. El endurecimiento de las condiciones financieras son malas noticias para las compañías con mayor apalancamiento, especialmente para aquellas con concentración de vencimientos cercanos, ya que estas deberán refinanciar su deuda con unos tipos de interés muy



Tanto en el año como en el último cuatrimestre, los diferenciales de crédito ponen de manifiesto un constante estrechamiento de estos que los deja incluso por debajo de los niveles previos a las quiebras bancarias del primer cuatrimestre. Mientras tanto, las curvas de tipos de interés se mantienen con pendiente negativa, aunque la pendiente se ha moderado levemente.



superiores. Los segmentos donde apreciamos mayor valor son actualmente las emisiones *investment grade* con rating BBB, además de la deuda soberana y las cédulas hipotecarias, con rating AAA.

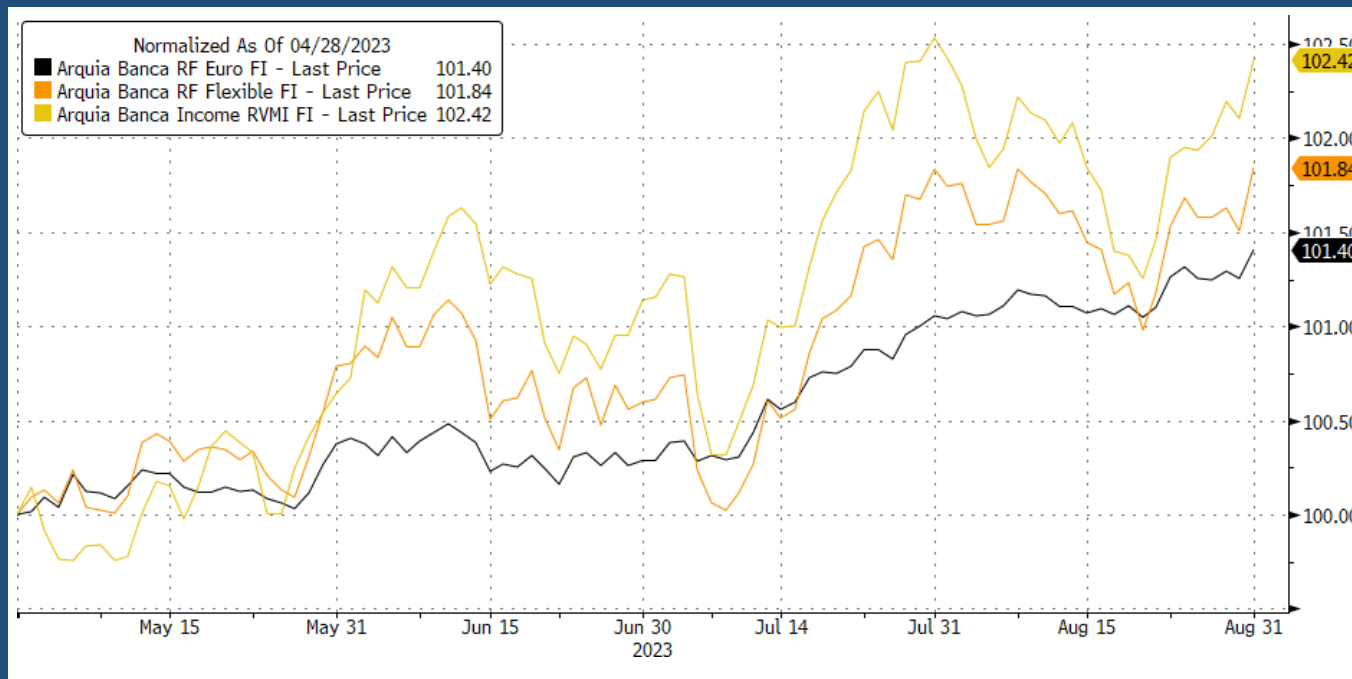
De cara a los próximos meses, los mercados de deuda emergente nos parecen más atractivos, tanto en divisa fuerte como en divisa local. Los bancos centrales de estos países fueron los primeros en llevar a cabo políticas monetarias restrictivas, mientras que en Occidente se hacía referencia a una inflación transitoria y mantenían los tipos bajos. Ahora, son los primeros en bajar tipos de interés, generando en ese movimiento plusvalías positivas. La deuda de Brasil y México serían las más atractivas en este sentido.

Tras años de tipos de interés muy bajos o negativos, el binomio rentabilidad-riesgo vuelve a resultar atractivo para los bonos, especialmente en los tramos medios

de la curva y con la idea de ir alargando moderadamente la duración de las carteras. La rentabilidad esperada por los bonos vuelve a ser interesante tanto en términos absolutos como en términos relativos, si lo comparamos frente a la rentabilidad por dividendo de la renta variable. Ante un escenario económico incierto en relación a la inflación y un posible débil crecimiento económico, somos partidarios de estar posicionados en renta fija, pero con una aproximación más defensiva, especialmente en lo que se refiere al riesgo de crédito. Asimismo, reiteramos la importancia de un enfoque flexible a la hora de gestionar la renta fija, centrándonos en un análisis macroeconómico, que nos ayudará a determinar la dirección de los tipos de interés.

### Arquia Banca RF Euro

Durante el segundo cuatrimestre el fondo ha continuado con su buena marcha, recuperando gran parte de



las pérdidas sufridas el ejercicio anterior, el peor año en décadas para la renta fija como clase de activo.

La situación del fondo es muy diferente en la actualidad respecto al año anterior y prueba de ello es la rentabilidad interna (TIR) de la cartera: la rentabilidad promedio de los bonos en cartera es del 5%, frente a TIR negativas con que partíamos en 2022.

Los últimos movimientos en la cartera van en línea con un potencial escenario de recesión. Hemos reducido de forma significativa el riesgo de crédito y hemos estado incorporando principalmente cédulas hipotecarias, elevando así la calificación crediticia media de la cartera. Hemos reducido por debajo el 7% la exposición a high yield o emisiones sin rating. Por otro parte, tenemos intención de incrementar exposición a pagarés emitidos por



comunidades autónomas, que en nuestra opinión ofrecen una rentabilidad muy atractiva con un riesgo muy moderado, que nos permitirá controlar todavía más la volatilidad del fondo.

La duración actual de la cartera es de 1,7 años, con los vencimientos con estructura escalonada y concentrados principalmente en el rango entre 1 y 3 años. Actualmente no estamos utilizando derivados para implementar cobertura de tipos y mantenemos nuestra exposición a divisa de un 3% en USD, que están invertidos en bonos del Tesoro americano a corto plazo.

### Arquia Banca RF Flexible

En el caso del Arquia Banca RF Flexible cerramos el segundo cuatrimestre con ganancias cerca del +4%, números muy distintos al cierre de año anterior y con un comportamiento superior al índice de referencia y fondos comparables.

El fondo tiene una asignación de activos con estructura *barbell*, que se caracteriza por incorporar posiciones en deuda soberana de alta calidad con duración elevada combinada con posiciones más arriesgadas desde el punto de vista de crédito. En este caso, nos referimos a emisiones híbridas corporativas y bonos financieros subordinados con opción *call* cercanas. En cuanto a la deuda *high yield*, durante los últimos meses hemos mantenido una exposición reducida debido al estrechamiento de los diferenciales y ante el potencial riesgo de recesión.

El rendimiento promedio de los bonos en cartera es actualmente del 6,9%, con una duración de 4,9 años. En la actualidad mantenemos un 14% de exposición a deuda *high yield*, con un rating medio de la cartera de BBB.

### Arquia Banca Income RVMi

Durante los últimos meses hemos aprovechado el repunte de tipos para incrementar exposición a emisiones nuevas con mayor cupón, en línea con la nueva política del fondo. La base de la cartera se centra principalmente en crédito corporativo *investment grade* y se complementa con emisiones de

Fondo	Rent. 2C23	Rent. 2023	Rent. 2022	Rent. 2021	Rent. 2020	Rent. 2019
AB RF Euro FI - A	+1,3%	+3,0%	-6,6%	+1,0%	-0,1%	+5,2%
AB RF Euro FI – Plus	+1,4%	+3,0%	-6,5%	+0,8%	ND	ND
AB RF Euro FI – Cartera	+1,4%	+3,1%	-6,4%	+1,5%	ND	ND
AB RF Flexible FI - A	+1,6%	+3,4%	-12,9%	+1,7%	ND	ND
AB RF Flexible FI – Plus	+1,7%	+3,6%	-12,7%	+1,9%	ND	ND
AB RF Flexible FI – Cartera	+1,8%	+3,9%	-12,3%	+2,3%	ND	ND
AB Income RVMi FI - A	+2,0%	+3,0%	-13,6%	+4,0%	-2,9%	+9,1%
AB Income RVMi FI – Plus	+2,3%	+3,5%	-12,9%	+3,3%	ND	ND
AB Income RVMi FI – Cartera	+2,4%	+3,7%	-12,7%	+5,1%	ND	ND

deuda financiera subordinada para darle un extra de rentabilidad.

El cupón actual de nuestra cartera de renta fija es ligeramente superior al 4% con una rentabilidad del 6,70%.

En la actualidad mantenemos una exposición reducida a renta variable: 21%. Recordemos que la exposición podría llegar al 50% y con un sesgo a compañías con elevada rentabilidad por dividendo, las cuales este año han tenido un peor comportamiento relativo frente a compañías con un sesgo más cíclico. La rentabilidad por dividendo de nuestra cartera de acciones es ligeramente superior al 3%.

### **Arquia Ahorro Corto Plazo**

En el mes de julio pusimos en marcha un nuevo fondo con política de gestión extremadamente conservadora, el Arquia Ahorro Corto Plazo. Con la duración promedio del fondo limitada a un año por folleto, el fondo

prácticamente es inmune a subidas de tipos de interés, todo lo contrario: con los tipos de interés creciente su cartera a corto plazo cada vez tiene una rentabilidad mayor.

La cartera del fondo se está invirtiendo en activos que tampoco supongan un riesgo de crédito relevante, invirtiendo principalmente en Letras del Tesoro español y francés, bonos corporativos a muy corto plazo (aproximadamente seis meses), cédulas hipotecarias con un vencimiento similar y pagarés corporativos.

El comportamiento del fondo para el futuro, dada su política de inversiones, debería asemejarse a una línea cuya pendiente coincidiría con los tipos de interés a corto plazo disponibles a cada momento, más un diferencial que podamos conseguir a través de nuestras decisiones de inversión.

# Fondos Perfilados

Después de los sobresaltos provocados por el sector financiero durante el primer cuatrimestre del año, estos últimos cuatro meses han sido mucho más tranquilos y favorables al posicionamiento y a los movimientos que hemos hecho en nuestros fondos perfilados.

En primer lugar, la fortaleza de la economía norte-americana, que por el momento sigue esquivando la recesión, y el éxito de la FED en poner freno a la inflación, han incrementado ligeramente nuestro sentimiento respecto a los mercados de renta variable, en los que hemos incrementado nuestra exposición hasta el 85% en el caso del AB Dinámico, el 47% en el caso del AB Equilibrado y el 20% en el caso del AB Prudente.

Paralelamente, dentro del componente de renta variable hemos cambiado el mix geográfico y sectorial del fondo, incrementando el peso en Estados Unidos (y Japón) frente a Europa y China, cuya exposición pasaba a ser cero. Sectorialmente, hemos bajado el peso en sectores defensivos como farmacéuticas y fondos de dividendo, para aumentar la exposición en sectores que pueden beneficiarse de una eventual

finalización del proceso de subidas de tipos de interés.

Este movimiento afectaría de manera especialmente positiva al sector tecnológico, que durante estos meses ya ha tenido un comportamiento muy destacable y que en estos momentos representa la mayor exposición en nuestra cartera de fondos, con cerca de un 24% de exposición. Durante estos cuatro meses, las posiciones en el sector tecnológico en nuestros fondos se han revalorizado un +16%,



aportando cerca de un +3,5% de rentabilidad al AB Dinámico, un +1,4% de rentabilidad al AB Equilibrado, y un +0,74% al AB Prudente.

Por rentabilidad, después de la tecnología los sectores que mejor se han comportado dentro de nuestros fondos han sido telecomunicaciones (+9,4%) consumo discrecional (+7,5%). El resto de sectores han obtenido rentabilidades mucho más moderadas, por debajo del 5%, e incluso los sectores de *utilities* y consumo estable han acabado con pérdidas cercanas al 5%.

Esta situación pone en evidencia pues la importancia de una gestión activa en el fondo, y aún más la importancia de invertir pensando en el largo plazo, manteniendo un fuerte peso en EE.UU. y en tecnología, incluso a principios de año cuando era Europa y los sectores energéticos y de materiales los que mejor se comportaban.

Fondo	Rent. 2C23	Rent. 2023	Rent. 2022	Rent. 2021	Rent. 2020	Rent. 2019	Rent. 2018
AB Prudente 30RV FI - A	+1,9%	+3,5%	-10,3%	+4,4%	+1,4%	+6,0%	-5,7%
AB Prudente 30RV FI - B	+2,2%	+4,0%	-9,6%	+5,2%	+2,2%	+6,8%	-4,9%
AB Prudente 30RV FI - Plus	+2,2%	+4,0%	-9,6%	+5,2%	ND	ND	ND
AB Prudente 30RV FI - Cartera	+2,3%	+4,3%	-9,3%	+5,5%	ND	ND	ND
AB Equilibrado 60RV FI - A	+2,7%	+5,1%	-11,9%	+10,1%	+2,1%	+11,2%	-7,5%
AB Equilibrado 60RV FI - B	+3,0%	+5,6%	-11,2%	+10,9%	+2,8%	+12,1%	-6,7%
AB Equilibrado 60RV FI - Plus	+3,0%	+5,6%	-11,2%	+10,9%	ND	ND	ND
AB Equilibrado 60RV FI - Cartera	+3,2%	+6,0%	-10,7%	+11,5%	ND	ND	ND
AB Dinámico 100RV FI - A	+4,2%	+7,7%	-15,3%	+20,4%	+5,4%	+20,6%	-10,1%
AB Dinámico 100RV FI - B	+4,3%	+8,1%	-14,9%	+21,0%	+5,9%	+21,2%	-9,6%
AB Dinámico 100RV FI - Plus	+4,3%	+8,1%	-14,9%	+21,0%	ND	ND	ND
AB Dinámico 100RV FI - Cartera	+4,6%	+8,7%	-14,2%	+22,0%	ND	ND	ND

En renta fija, la baja duración que mantenemos en nuestras carteras nos ha permitido esquivar las pérdidas derivadas de un movimiento al alza de tipos de interés histórico, mientras que el elevado *carry* de nuestros fondos (la TIR promedio de los bonos en cartera) ha permitido revalorizaciones cercanas al 2,5% durante estos cuatro meses para la parte de bonos de nuestros fondos.

Cerrando el cuatrimestre, pues, AB Prudente consigue una rentabilidad

en el año alrededor del +4%, mientras AB Equilibrado se sitúa en el +5,6% y AB Dinámico en el +8,1% (clase B de nuestros fondos).



# Gestión Discrecional

La gestión de las carteras de GDC ha seguido vinculada, fundamentalmente, a las incertidumbres derivadas de las políticas monetarias restrictivas de los Bancos Centrales y al riesgo de que estas políticas acaben desembocando en una recesión mundial que, por ahora, no ha llegado a materializarse.

Ante la alta probabilidad de que los Bancos Centrales (principalmente Reserva Federal y BCE, pero también otros como el Banco de Inglaterra) continúen subiendo los tipos de interés, y con las dudas existentes sobre el momento en el que se podría alcanzar el techo de los mismos, comenzamos el segundo cuatrimestre realizando algunos ajustes en la duración de las carteras. Para ello, traspasamos algún fondo de renta fija con una

Cartera	Rent. 2C2023	Rent. 2023	Rent. 2022	Rent. 2021
Horizonte 0*	+1,1%	+3,0%	ND	ND
Horizonte 30 80Q20	+2,0%	+3,9%	-10,8%	+7,7%
Horizonte 30 50Q50	+2,2%	+3,2%	-10,0%	+6,6%
Horizonte 30 20Q80	+1,8%	+1,3%	-8,6%	+6,5%
Horizonte 60 80Q20	+3,0%	+5,1%	-12,8%	+14,1%
Horizonte 60 50Q50	+2,8%	+5,3%	-12,8%	+11,5%
Horizonte 60 20Q80	+2,9%	+3,9%	-12,7%	+12,4%
Horizonte 100 80Q20	+4,5%	+7,3%	-14,3%	+19,3%
Horizonte 100 50Q50	+4,4%	+7,3%	-16,4%	+21,4%
Horizonte 100 20Q80	+4,4%	+6,7%	-15,6%	+21,8%

\*Los datos de la cartera Horizonte 0 no incorporan en estos momentos clientes.

Datos a 31/08/23

Fuente: Morningstar.

duración mayor que aún manteníamos en cartera hacia otros que, como Evli Short Duration, con una menor duración, estaban ofreciendo un mejor binomio riesgo/rentabilidad. Nuestro fondo Arquia Renta Fija Euro, en este sentido, también nos ha protegido estos meses de ese riesgo de subidas de tipos de interés, a la vez que nos ha generado una rentabilidad muy interesante; mientras Arquia Renta Fija Flexible nos ha permitido captar las oportunidades que ha ido ofreciendo la volatilidad del mercado.

Desde el punto de vista de la renta variable, tres han sido los

principales cambios durante el periodo:

- Por un lado, comenzamos a reducir peso en la parte más *value* del mercado para incrementarlo en aquella otra que podríamos calificar como *quality growth*, a través de fondos como Robeco Global Consumer Trends, UBAM Global Leaders, Fundsmith, BNY Mellon Long Term Global Equities y Morgan Stanley Global Brands. Los fondos *value* y defensivos nos habían ofrecido una muy buena cobertura meses atrás, pero consideramos que tienen menos potencial en el

escenario actual (Robeco Global Premium, Nordea Global Stable...). Este es un proceso que hemos ido implementando a lo largo de los últimos meses, sobre la base de una correcta diversificación de las carteras.

- Por otro lado, dada la mayor resistencia de la economía de Estados Unidos respecto la de Europa – donde los datos macro apuntan hacia a un mayor debilitamiento –, redujimos exposición a renta variable europea en favor de fondos globales donde la bolsa americana tiene un peso relativamente más significativo. En este caso, traspasamos los fondos Invesco Pan European Equities y Templeton European Dividend hacia otros como Robeco Global Consumer Trends o M&G Sustainable Paris Aligned. Por ahora, hemos mantenido una muy baja exposición a mercados

emergentes, dados, sobre todo, los riesgos inherentes en China. De hecho, la bolsa china es una de las pocas en negativo en el conjunto del año.

- Por último, también hemos ido ajustando paulatinamente el nivel de exposición a bolsa. Si bien no ha sido un periodo exento de riesgos, sí que es cierto que algunas incertidumbres se han despejado, empezando por la tormenta financiera con origen en las quiebras de los bancos regionales americanos y la caída de Credit Suisse en Europa. Los resultados trimestrales, en general, han sido positivos, a la vez que las hipótesis de recesión perdían fuerza en favor del llamado *soft landing* o aterrizaje suave.

El cuatrimestre lo iniciamos con cierta infra-ponderación en renta variable, en niveles en torno al 18% en el caso de las carteras

moderadas, del 43% de las equilibradas y del 75% en el de las dinámicas; y lo hemos ido incrementando, poco a poco, hasta llegar a cotas del 20%, 50% y 80%, respectivamente; en todo caso con un enfoque cauto dadas las incertidumbres económicas y geopolíticas, los niveles alcanzados por muchos índices (+31% en Nasdaq, +15% el S&P 500, +13% el Euro Stoxx...) y la baja visibilidad a corto plazo sobre la evolución de las distintas áreas del mercado.

En renta fija hemos continuado buscando protección en la calidad, aunque cada vez más constructivos con las oportunidades que nos brinda el mercado. Creemos que seguimos ante un buen punto de partida para ir tomando posiciones en este activo, que puede no sólo ofrecer diversificación a las carteras sino también aportar rentabilidad.

## Nueva cartera Horizonte 0

Por último, comentar que hemos iniciado la comercialización de la nueva cartera Horizonte 0, bajo una estrategia conservadora, sin exposición a renta variable y orientada a los ahorradores con un perfil más defensivo. Pues bien, los resultados de estos últimos meses han sido muy positivos. La evolución de los tipos de interés ha favorecido, sobre todo, a aquellos fondos con una duración más baja y una calidad crediticia más elevada, que es donde precisamente invierte esta nueva cartera de GDC.

Actualmente, la cartera estaría compuesta por cinco fondos de inversión, dos de ellos gestionados por Arquia – Arquia Ahorro Corto Plazo (monetario de la casa lanzado recientemente) y Arquia Renta Fija Euro –, y el resto por fondos de gestoras internacionales (Evli Short Corporate Bond, Amundi Enhanced Ultra Short Bond y DNCA Invest Alpha Bonds). Su duración efectiva media estaría por debajo de los dos

años, con una calidad crediticia media BBB y una volatilidad en torno al 1%. En cuanto a su distribución por activos, a cierre de agosto, la cartera estaría distribuida un 1/3 en bonos de gobiernos, un 1/3 en bonos corporativos y un 1/3 en liquidez. Creemos que puede ser una alternativa muy interesante para todos aquellos inversores que, bajo un perfil conservador, busquen una alternativa que les permita beneficiarse del potencial de la renta fija más defensiva.

# Análisis Macroeconómico

El segundo cuatrimestre del año se iniciaba con dos importantes preocupaciones. Por un lado, la negociación sobre el techo de deuda en Estados Unidos. La posibilidad de que la primera economía del mundo entrase en situación de *default* si demócratas y republicanos no llegaban a un acuerdo, generó –como viene siendo habitual– bastante revuelo en los mercados financieros. Finalmente, Joe Biden y Kevin McCarthy alcanzaban un acuerdo, ratificado por el Congreso y el Senado de Estados Unidos, evitando así una suspensión de pagos que hubiese creado, no sólo un importante caos en la Administración americana, sino también dificultades de cara a las elecciones presidenciales que se celebran el próximo noviembre. La

falta de acuerdo también hubiese generado una gran incertidumbre mundial.

El elevado endeudamiento de Estados Unidos, no obstante, ha acabado provocando una rebaja de calificación crediticia, por parte de Fitch, hasta el nivel de AA+ (un escalón por debajo del nivel máximo AAA). La decisión se tomaba después de que la agencia de calificación hubiera puesto a Estados Unidos en “observación negativa” en el mes de mayo debido al deterioro fiscal previsto para los próximos tres años por la erosión de la gobernanza y la creciente carga de la deuda.

Por otro lado, los mercados se enfrentaban a los, por entonces, manifiestos síntomas de desaceleración económica; en un momento en el que, además, la reapertura de China decepcionaba a los mercados por la debilidad de su recuperación. Tras casi tres años de estricto aislamiento por la política de Zero Covid, la economía

china no se está acelerando al ritmo deseado.

## Sorteando la recesión

Más allá de China, el mundo desarrollado (Estados Unidos y Europa por un lado y Japón por otro) ha ido sorteando los peores presagios de recesión económica.

El acuerdo para elevar el techo de deuda en Estados Unidos, así como las medidas adoptadas por las autoridades para evitar un colapso del sistema financiero tras las turbulencias de la banca regional americana y la caída de Credit Suisse en Suiza, así como la “normalización” de los riesgos geopolíticos, ayudaron a reducir ese riesgo de recesión mundial.

Pero las tensiones inflacionistas siguen ahí – aunque la tendencia ha sido a la baja, los niveles continúan estando muy por encima del objetivo de los Bancos Centrales – y no pueden descartarse nuevos *shocks* si hay un recrudecimiento de la guerra en Ucrania, o si se



intensifican otros riesgos geopolíticos (¿China-Taiwán?, ¿Estados Unidos-China?) y/o económicos (sobrendeudamiento mundial).

Las últimas estimaciones del FMI del mes de julio marcan un crecimiento económico para el mundo desarrollado del 1,5% para este año y del 1,4% para 2024. Bajo crecimiento, pero crecimiento al fin y al cabo. Para el conjunto de la economía mundial, ese crecimiento se incrementaría hasta el 3%, dada la aportación de los países emergentes (la media para estos países se estima en el 4%).

Para Estados Unidos, se estima un crecimiento económico del 1,8% en 2023; un 0,9% para la zona euro, donde preocupan, sobre todo, casos como el de Alemania (hay una estimación de contracción del -0,3% vs, por ejemplo, un crecimiento del 2,5% para España). Japón, por su parte, crecería el 1,4% en este 2023.

Japón ha sido, precisamente, una de las sorpresas de este ejercicio. Entre otros aspectos, algunas reformas bursátiles, que tienen que ver el mejor cuidado de las empresas a sus accionistas, han animado a los inversores internacionales a reconsiderar invertir en el país nipón tras muchos años en el olvido, entre ellos, Warren Buffett. A esto se unen unas expectativas de crecimiento económico más positivas (aunque los datos del segundo trimestre muestran un menor impulso al estimado), y la salida de la espiral deflacionista en la que se encontraba el país desde hace décadas. Con todo, la bolsa japonesa ha emergido como una de las más rentables del año, sólo por detrás del Nasdaq: un +25% de revalorización (a cierre de agosto) vs el +34% del índice tecnológico americano; aunque, no obviemos que, si incluimos el efecto divisa y trasladamos a euros este comportamiento, la bolsa japonesa ya no sería tan atractiva: su

revalorización bajaría hasta el +11% vs el +32% del Nasdaq, el +15% del S&P 500 o el +13% del EuroStoxx 50.

Si regresamos a Estados Unidos, su economía ha resistido apoyada, principalmente, por la fortaleza del mercado laboral y del consumo privado, con una tasa de paro que se ha mantenido por debajo del 4% desde febrero de 2022 (el pasado mes de julio llegó a situarse en el 3,5%, aunque en agosto se produjo un repunte hasta el 3,8%). En agosto se generaron 187.000 nuevos empleos y ya van 32 meses consecutivos de crecimiento, hasta un total de 13,7 millones de nuevos puestos de trabajo. No obstante, el último dato se sitúa por debajo de la media de los últimos 12 meses (271.000), lo que algunos ven como una señal de ralentización a consecuencia de las recientes subidas de tipos de interés. No en vano, respondiendo al objetivo de la Reserva Federal de ir enfriando la actividad económica y así lograr

alcanzar su objetivo de inflación cercano al 2% en el medio plazo.

### Deterioro de la zona euro

La zona euro, como Estados Unidos, también continúa esquivando la recesión. Aunque, en general, la sensación es que la región camina por la cuerda floja. El último dato de PIB muestra un crecimiento de tan sólo el 0,1% en el segundo trimestre del año vs una previsión del 0,3% (0,5% el dato interanual, por debajo también de la estimación) –. Como comentaba Christine Lagarde, presidenta del BCE, durante la última reunión de julio de la institución monetaria, las perspectivas a corto plazo se han deteriorado, debido sobre todo a una mayor debilidad de la demanda interna como consecuencia de la elevada inflación y el endurecimiento de las condiciones de financiación; lo que, a su vez, está frenado el gasto y afectando a la producción manufacturera.

El último dato de PMI del sector manufacturero correspondiente al mes de agosto se situó en 43,5 puntos, dentro de lo que se considera terreno de contracción (50 es el límite entre expansión y contracción económica, y el índice se mantiene por debajo de ese nivel desde junio de 2022). Algo más de soporte está teniendo el sector servicios, apoyándose sobre todo en aquellas áreas que requieren de una mayor interacción social, como es el turismo. No obstante, esta dinámica también se está deteriorando: así, el PMI del sector servicios del mes de agosto se situó en 47,9 puntos, vs los 50,9 de julio. Es decir, también habría entrado en terreno de contracción.

Uno de los datos más preocupantes es el desplome del PMI de servicios en Alemania, que habría caído desde los 52,3 de julio hasta los 47,3 de agosto, llevándose por delante la esperanza de que la economía alemana se mantenga al flote. Todo ello con una inflación en niveles muy

elevados, por encima del 6%. El último dato de PIB de Alemania refleja un estancamiento (crecimiento del 0% en el segundo trimestre), mientras Bruselas prevé que la locomotora europea concluya el año con una contracción del 0,4% vs un crecimiento del 0,8% para el conjunto de la eurozona.

¿Más a largo plazo? La mayoría de los economistas, también el BCE, confían en que la caída de los niveles de inflación, así como el aumento de las rentas respalden una recuperación de la zona euro, con una tasa de paro que, además, se mantiene en cotas históricamente bajas (6,5%). Pero para ello habrá que esperar todavía un tiempo. La eurozona, además, cuenta con el hándicap de esa divergencia entre países que dificulta la toma de decisiones a nivel regional.

En Estados Unidos, el PMI manufacturero también se mantiene en niveles de contracción, aunque en el último mes se habría

recuperado hasta casi los 48 puntos. El sector servicios, por su parte, se mantendría en zona de expansión, es decir, por encima de 50, aunque lleva desde el mes de julio deteriorándose.

### El fin de la subida de tipos, más cerca

Y con todo, disyuntiva para los Bancos Centrales a la hora de abordar su política monetaria. El BCE, en su objetivo de alcanzar niveles de inflación cercanos al 2%, ha seguido aplicando durante los últimos meses una política restrictiva. En concreto, en este último cuatrimestre habría acometido tres subidas de tipos de interés, hasta el 4,25%... y ya van 10 consecutivas desde julio de 2022 si tenemos en cuenta la del pasado mes de septiembre. En cualquier caso, mayo supuso en cierta forma un punto de inflexión, en cuanto que el BCE decidía levantar el pie del acelerador y subir sólo 25 puntos básicos frente a subidas anteriores de 50 y de 75 puntos básicos;

movimiento que repetiría en las reuniones de junio y julio (en agosto no hay reunión oficial del BCE) y, posteriormente, septiembre.

La FED, por su parte, habría subido 25 puntos básicos en mayo, para tomarse un respiro en la reunión de junio tras 10 subidas consecutivas y volver a incrementar los tipos en otro cuarto de punto durante la última reunión de julio. En estos momentos, el tipo oficial en Estados Unidos se situaría en el 5,50%

¿Qué de cerca o qué de lejos estamos del fin del ciclo de subidas de tipos? En el foro de banqueros centrales celebrado en la ciudad portuguesa de Sintra a finales de junio, éstos dejaron claro que podía ser necesario un mayor endurecimiento monetario a fin de controlar la persistente inflación, con Jerome Powell considerando incluso la posibilidad de acometer subidas consecutivas, algo que hasta ese momento no estaba en el escenario base. Dos meses después, en Jackson Hole (el foro

celebrado cada año a finales de agosto en Wyoming, en el que se marcan las líneas maestras del futuro de los tipos de interés), el presidente de la FED habría comentado que las medidas adoptadas hasta la fecha para hacer frente a la inflación podrían ser suficientes, lo que significaría estar viviendo los últimos coletazos de subidas de tipos de interés.

Respecto a las reuniones de septiembre de BCE y FED, Christine Lagarde anunció una nueva subida de 25pb, aunque fue calificada como “subida *dovish*” en cuanto dejaba entrever que probablemente sea la última y que las decisiones futuras van a consistir en cuánto tiempo mantienen estos tipos. Jerome Powell, el día 20, mantuvo los tipos estables tal como se esperaba, aunque se abre la posibilidad de una nueva subida para el mes de noviembre.

La inflación de la zona euro ha llevado a cabo un proceso claramente descendente, desde el

8,6% con el que empezó el año hasta el 5,3% actual (dato preliminar de agosto). No obstante, elementos como el reciente repunte del precio del petróleo, de nuevo por encima de los 90 dólares el barril de Brent ante la falta de oferta – Rusia y Arabia Saudí, los dos mayores exportadores de crudo, han vuelto a tensionar el mercado con recortes adicionales de producción –, o las diferentes tensiones geopolíticas... dejan un poso de incertidumbre en los mercados que conviene sopesar.



# Equipo Gestor



**RAMON CIRACH BOET**  
Gestor de Carteras – Renta Fija  
**@moncirach**



**XAVIER CARULLA TIGERIN**  
Gestor de Carteras – Renta Variable



**ISABEL SANCHEZ BURGOS**  
Gestor de Carteras – GDC



**JOSEP BAYARRI PITCHOT**  
Director de Inversiones  
**@BayarriMarkets**

## **Aviso Legal:**

El presente informe ha sido elaborado por Arquia Bank, S.A. (Arquia Banca), inscrita en el Registro del Banco de España con el nº 3183 y autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a prestar servicios de inversión y auxiliares a éstos. Este documento no tiene valor contractual, y la información que contiene podría modificarse sin previo aviso. Este informe tiene naturaleza meramente informativa, y en modo alguno, constituye asesoramiento financiero explícito o implícito, y tampoco recomendación personalizada sobre la compra o venta de instrumentos financieros. Recuerde que para recibir asesoramiento financiero de Arquia Banca, antes debe suscribir un test de idoneidad y el contrato que la entidad le presente, previa la información precontractual que Arquia Banca le suministre. Este informe, no supone solicitud, invitación u oferta de compra, venta, suscripción o negociación de fondos de inversión específicos, y tampoco de otros instrumentos financieros o valores mobiliarios. Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este documento sobre instrumentos financieros o valores mobiliarios de cualquier clase, es personal de cada inversor, y debería siempre adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales instrumentos financieros o valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto

correspondiente a dichos instrumentos financieros que debe estar registrado y disponible en la CNMV. La información que contiene este documento se refiere al periodo de tiempo que figura reflejado en el propio documento, y ha sido obtenida de fuentes consideradas como fiables y, aunque se han realizado los mejores esfuerzos y tareas adecuadas por Arquia Banca para garantizar que la información que incluye, y en la que se basa dicho informe, no sea incorrecta, inexacta, incierta e inequívoca en el momento de su emisión, Arquia Banca no garantiza que sea exacta y completa, razón por la cual, no debe confiarse en ella como si lo fuera, de tal forma, que Arquia Banca declina cualquier responsabilidad por los errores que pudiera contener dicha información, y en particular, no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida patrimonial o perjuicio (directo o indirecto) del destinatario o receptor de este documento, que haya hecho un uso indebido de la información ofrecida en este informe. Cualquier información relativa a rentabilidades o resultados, simplemente son un dato a tener en cuenta pero nunca el más importante, y en cualquier caso, se refieren a los periodos comprendidos entre los doce meses anteriores y cinco años, según los casos, advirtiendo expresamente que cualquier cifra relativa a resultados o rentabilidades pasadas o rendimientos históricos no son un indicador fidedigno de rentabilidades o resultados futuros. La información actual podría no ser

adecuada en el futuro, razón por la cual, debe tomar en consideración este informe en el momento y fecha actual de su emisión, a no ser, que explícitamente se indique lo contrario. En caso de figurar información relativa a divisas, se advierte expresamente al inversor que deberá considerar los posibles incrementos o disminuciones del rendimiento en función de las fluctuaciones monetarias. Cualquier previsión que se realizara, bajo ningún concepto, será un indicador fidedigno de obtención de resultados o rentabilidades futuras. Las perspectivas de futuro que pudiera contener este informe, son opiniones y como tales, susceptibles de cambio. Cualquier cita a una autoridad competente en este informe y aviso legal no debe inducir a pensar que la misma aprueba o respalda los servicios y productos a los que se refiere.

Queda prohibida la reproducción, copia, distribución y difusión, parcial o total por cualquier medio del presente documento, salvo autorización escrita de Arquia Banca. Todos los derechos reservados.