

Qarquía gestión

2023

**Perspectivas
Globales**

**Nuevas
Reglas del
Juego**

**Fondos
Perfilados**

Nuevas Reglas del Juego

Desde una perspectiva de mercados, 2022 ha sido un año para olvidar.

Si eres un inversor en renta variable, las opciones de conseguir ganancias han sido mínimas: sólo los mercados bosnio, turco, argentino y brasileño han acabado con beneficios claros. Y si nos limitamos a los mercados europeos sólo Portugal y Grecia consiguen el aprobado raspado en 2022.

Y si en bolsa el panorama ha sido desolador, en renta fija la situación es aún más dramática. Los únicos fondos que han conseguido cerrar el año en positivo son justamente aquellos que están negativos en duración, además de aquellos cuyo comportamiento se explica más por la evolución de las divisas que de la cartera de bonos.

Así pues, para un inversor en euros, la única manera de conseguir ganar dinero en mercados durante 2022 ha sido invertir en divisas. A tiro pasado, la mejor inversión habría sido comprar letras del tesoro norte-americano en dólares, y si el riesgo no es una limitación...invertir en Brasil.

El Culpable

Varios son los candidatos a *grinch* de 2022: el Covid, la recuperación post-pandémica, la inflación, los rusos, el bitcoin... pero los bancos centrales se llevan claramente la palma. Ellos son los responsables de la estabilidad monetaria, y en 2022 esto implica subidas de tipos de interés que, del mismo modo que nos han estado regalando fortísimas ganancias desde 2009 hasta 2021, en 2022 se las han empezado a cobrar de vuelta.

Tipos de interés más elevados implican caídas en el valor de la renta fija, puesto que ahora se están emitiendo nuevos bonos con

cupones más elevados y por lo tanto los antiguos ahora “valen menos”.

También implican caídas en renta variable, puesto que implican mayores costes de financiación para las empresas, e incluso para aquellas que no necesitan financiarse caídas en su cotización porque sus beneficios futuros ahora se tienen que llevar a valor presente a un tipo de interés mayor, lo que implica un valor más bajo.

Pero como toda historia, 2022 también llega a su final. Empieza 2023 y volvemos a hacernos las mismas preguntas de cada año: ¿cuáles son las perspectivas para el nuevo año? ¿será un año de recuperación en los mercados? ¿es buena idea tomar riesgo aprovechando las correcciones de 2022? ¿dónde invertimos nuestro dinero?

Nuevas Reglas

Tenemos nuevas reglas para el juego. Mejor dicho, las reglas que han valido para los mercados desde

la Crisis Financiera Mundial de 2008 no han valido en 2022 y tampoco valdrán para 2023. En el nuevo escenario, ya no podemos esperar que cada vez que el mercado caiga la FED y el BCE salgan al rescate. Su interés, sus objetivos, son otros - reducir la inflación- y unos mercados al alza no les ayudan en nada. En 2023, las intervenciones de los bancos centrales sólo se producirán si ven necesarias más subidas de tipos de interés para contener la inflación. Y si esta sigue evolucionando a la baja y entramos en recesión, lo más probable es que esperen hasta 2024 para tomar medidas de relajación en su política monetaria (bajar tipos de interés).

Por lo tanto, con los bancos centrales convertidos en un viento en contra, ¿en qué debemos fijarnos?

Pues en primer lugar debemos prestar mucha atención al crecimiento económico. Las perspectivas son de ralentización, e incluso de entrada en recesión

alrededor de la mitad del año, como consecuencia de las reiteradas subidas de tipos de interés. La inflación irá a menos, pero es difícil de creer que vuelva a los niveles a los que nos habíamos acostumbrado: un mundo menos globalizado y con mayores tensiones geoestratégicas juegan en contra del libre comercio y repercute en precios más altos. Pero la debilidad económica arrastrará con ella los beneficios corporativos, y con ellos las cotizaciones bursátiles.

Por lo que podemos esperar que los mercados bursátiles sigan a la baja hasta que se confirme la llegada de la recesión – ese acostumbra a ser el mejor momento para comprar.

Mientras tanto, creemos que lo más razonable es seguir priorizando la inversión en compañías con beneficios estables y poco sensibles al ciclo económico.

Eso también implica un año 2023 donde deberemos ir adaptando nuestra estrategia al ciclo.

En bolsa, lo razonable es tener un posicionamiento defensivo al principio del año, y rotar a una estrategia más agresiva en cuanto se confirme la recesión.

En renta fija la situación sigue siendo igualmente compleja.

En el lado positivo de la balanza, la mayor parte de las subidas de tipos de interés parecen estar ya sobre la mesa. También en el lado positivo, las rentabilidades que nos ofrece hoy el mercado son claramente atractivas, y si estamos dispuestos a invertir hasta la fecha de vencimiento de esos bonos tenemos un escenario claramente positivo...y no visto desde hace años.

Sin embargo, no todo es tan obvio. Para los inversores en renta fija privada de elevado riesgo,

especialmente en bonos *high yield*¹, esa mayor sensibilidad a la renta variable nos puede perjudicar en un escenario recesivo. Dicho de otro modo: en una recesión, incrementan las suspensiones de pagos, y algunos bonos pueden justamente dejar de pagar (hacer *default*).

Para los bonos a largo plazo sin riesgo crediticio (o bonos de alta calidad) la mejora económica en la segunda parte del año puede suponer un incremento de pendiente de la curva de tipos de interés, y por lo tanto tipos a largo plazo más elevados, lo que también generaría pérdidas en el corto plazo (no a vencimiento). O si la inflación no cae nuevas subidas de tipos de los bancos centrales les pueden ocasionar nuevas pérdidas.

La buena noticia para los inversores conservadores es que si no tomamos riesgo en *high yield* ni en duraciones elevadas aún podemos conseguir rentabilidades muy

atractivas, algo insólito en los últimos años. Un bono español a un año arranca el año con una TIR del 2,7%, e incluso el bono alemán a un año genera una rentabilidad del 2,5%.

No es un mal punto de partida.

¹ High yield: bonos con rating inferior a BBB-

Fondos Perfilados

2022 ha sido un año especialmente duro para las estrategias mixtas. Para poner un ejemplo, una cartera compuesta en el 60% por S&P 500 y 40% en Bloomberg US Aggregate² habría obtenido en 2022 la segunda peor rentabilidad desde 1976. Sólo la supera la caída por la crisis de 2008.

La culpable de esta situación es sin lugar a dudas la renta fija, que en 2022 ha caído prácticamente tanto como la renta variable, y de este modo se explica que los tres fondos perfilados hayan acabado el año con rentabilidades parecidas, y que en algunos momentos del año las pérdidas del AB Dinámico fueran inferiores a las del AB Prudente. En



2022 del MSCI World en euros³ ha generado minusvalías del -12,8%, mientras el Bloomberg Global Aggregate TR Index⁴ ha soportado pérdidas incluso mayores, del -13,3%.

En el ámbito de la renta variable, en el AB Dinámico empezamos el año con una exposición por encima del 90%, que a partir del segundo trimestre del año empezamos a

reducir de manera progresiva hacia un punto neutral, alrededor del 80%. El movimiento ha sido el mismo para el AB Equilibrado (del 55% al 44%) y el AB Prudente (del 25% al 17%).

Sin embargo, el cambio más significativo en las carteras de renta variable ha consistido en el cambio de la composición de la cartera: ya desde el mes de enero empezamos reduciendo la exposición a valores

² Bloomberg US Aggregate es un índice de renta fija formado por deuda pública de todo el mundo emitida en USD.

³ MSCI World en Euros: índice de renta variable global que incluye valores sólo de países desarrollados, valorado en euros.

⁴ Bloomberg Global Aggregate Total Return Index es un índice de renta fija pública y privada de países desarrollados y emergentes, denominados en moneda local, y con rating Investment Grade.

de crecimiento –tecnológicas- para aumentar el peso en valores defensivos, de dividendo, y en la primera parte del año valores *value*, en especial las vinculadas al sector de *commodities*. Sin embargo, a partir del mes de junio, y ante la perspectiva de una caída de actividad económica a consecuencia de las políticas monetarias restrictivas de los Bancos Centrales, empezamos también a cerrar las posiciones en fondos y compañías *value*, para

centrar la cartera exclusivamente en valores defensivos y/o con centrados en valores con dividendos elevados.

Excluyendo al AB Dinámico, que hasta el último trimestre del año no empezó a tomar posiciones en bonos, la renta fija ha sido el principal lastre de los fondos perfilados.

Con la inflación norte-americana al 7% en diciembre de 2021, empezábamos el año con los

deberes bien hechos y la duración reducida al mínimo a través de posiciones vendidas en futuros sobre los bonos norte-americano y alemán a 10 años, además de contar con una liquidez muy elevada. Sin embargo, el impacto de la caída en precio de la renta fija fue de tal calado -y lo siguió siendo durante todo el año- que lo único que conseguimos fue mitigar pérdidas.

En febrero se añadió el conflicto entre Rusia y Ucrania a la nueva realidad de los mercados, lo que añadió nuevas pérdidas a las carteras de manera indirecta –a través de caídas generalizadas de los mercados y subidas en el coste de la energía- como directas, a través de las posiciones en emisores de renta fija rusos. Estas posiciones, tras liquidar completamente la exposición a Rusia, han supuesto una penalización de un -1% en el caso del AB Prudente y del -0,4% en el AB Equilibrado.

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

En marzo cerramos definitivamente las coberturas sobre deuda pública con fuertes ganancias, aunque obviamente habría sido mucho más provechoso mantenerlas hasta el final del año, y a partir de ese momento empezamos también a tomar posiciones en renta fija hasta cerrar el año prácticamente invertidos al 100%.

Durante 2022, estas posiciones nos habrán perjudicado, pero si mantenemos una perspectiva a un plazo medio contamos en el arranque de 2023 con una cartera con una rentabilidad atractiva que puede ofrecer ganancias interesantes para el inversor paciente. La TIR⁵ de la cartera de bonos del AB Prudente es del 6,3%, la del AB Equilibrado del 6,1%, y la del AB Dinámico del 4,8%.

Para este nuevo año, además, hemos incrementado ligeramente la duración de las carteras ante la

perspectiva que ya habríamos visto los máximos de inflación, y que las subidas de tipos de interés están en gran medida puestas en precio. La duración de los fondos perfilados sería de aproximadamente 3 años⁶.

⁵ TIR: Tasa Interna de Retorno, retorno de una inversión a vencimiento medida en tasa anual.

⁶ Una duración de 3 años implica que para una subida de tipos de interés de un 1%, el precio del fondo caería un -3%, y viceversa.

Análisis Macroeconómico

2022 ha sido el año de la Inflación, el año en el que los Bancos Centrales tuvieron que revertir sus políticas monetarias – desde lo expansivo hacia lo restrictivo-, para intentar llevar los precios hacia niveles más cercanos a sus objetivos a largo plazo –cerca del 2%-; aún a riesgo de provocar una recesión.

La inflación americana cerraba 2022 en niveles cercanos al 7%; eso después de haber sobrepasado cotas del 9% en el mes de junio. En el caso de la zona euro, la situación ha sido aún más extrema: de tasas negativas, con las que convivimos entre los meses de agosto y diciembre de 2020, hemos pasado a cerrar 2022 con niveles de inflación del 10,1% (noviembre).

La dependencia energética de Europa respecto a Rusia ha

presionado los precios al alza (con el barril de Brent llegando a superar los 120 dólares durante el primer semestre, y el gas natural revalorizándose más de un 150% entre enero y junio), además de provocar graves trastornos de suministro, eventos geopolíticos y un empeoramiento general de las condiciones de vida de los hogares.

¿Desaceleración o recesión?

Una vez abandonado el discurso de “inflación transitoria”, el gran interrogante que se abre al cierre de 2022 era si la economía mundial acabaría, tarde o temprano, entrando en recesión. La dureza de las políticas monetarias de los Bancos Centrales generaba una mayor presión sobre las condiciones financieras de los hogares y las empresas que a la fuerza se deberá trasladar a la economía real.

De hecho, Estados Unidos ya presentó contracción económica durante dos trimestres

consecutivos (caídas del -0,4% y -0,1% en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente), mientras en el tercer trimestre lograba revertir la tendencia con un crecimiento del 0,7% gracias a una mejora de las exportaciones y al gasto de los consumidores.

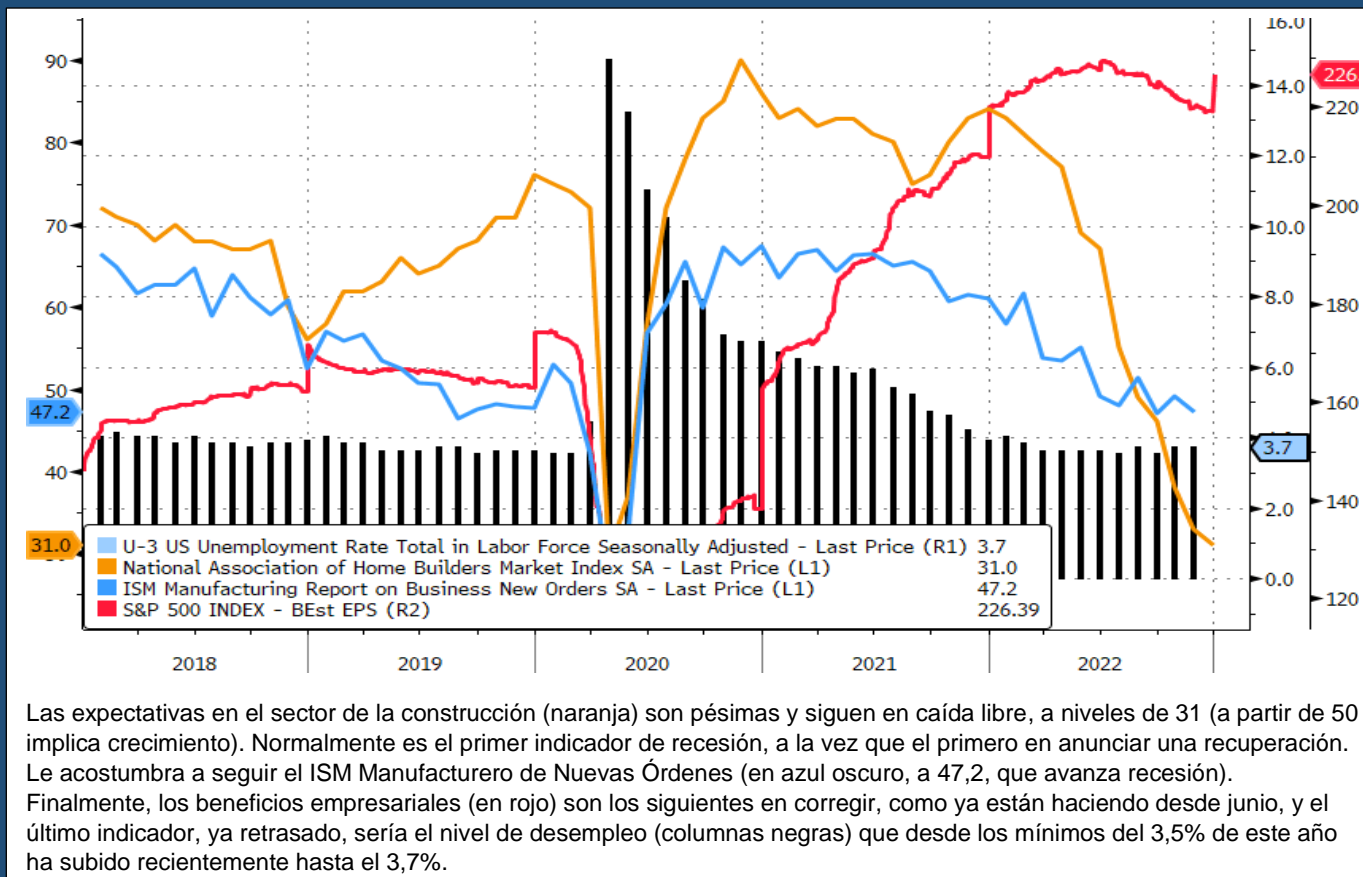
No en vano, la fuerza laboral de Estados Unidos sigue mostrando una gran robustez. Según el último dato publicado, la tasa de desempleo americano se sitúa en el 3,7% (casi pleno empleo), después de haber alcanzado cotas superiores al 14% en plena pandemia. Una robustez que, sin embargo, sigue preocupando a la FED cuyo objetivo actual es poner freno a la inflación en parte a través de un menor gasto de los consumidores.

Pese a todo, el sector inmobiliario da indicios de la inminencia de una caída de la actividad económica. El Índice del Mercado de la Vivienda de la Asociación Nacional de Constructores (NAHB) muestra su

lectura más baja desde 2012 (obviando el punto más álgido del Covid) con un dato de 31 puntos (datos por debajo de 50 indican caída de actividad). La explicación la tenemos en el incremento de los tipos hipotecarios –cierran el año en el 6,7%- y la inflación, a través del coste de materiales y salarios.

Para 2023, pues el escenario principal incorpora un incremento de la tasa de desempleo en EE.UU., tal vez por encima del 5%, y ya hemos empezado a ver como grandes compañías tecnológicas procede a despidos masivos al ver presionados sus márgenes.

El Fondo Monetario Internacional estima un crecimiento mundial del 2,7% para 2023, sostenido principalmente por el dinamismo de las regiones emergentes con Asia a la cabeza, con un crecimiento esperado del 4,9%. Para Estados Unidos preveía en octubre un crecimiento del 1%, 0,5% para la zona euro.



Las expectativas en el sector de la construcción (naranja) son pésimas y siguen en caída libre, a niveles de 31 (a partir de 50 implica crecimiento). Normalmente es el primer indicador de recesión, a la vez que el primero en anunciar una recuperación. Le acostumbra a seguir el ISM Manufacturero de Nuevas Órdenes (en azul oscuro, a 47,2, que avanza recesión). Finalmente, los beneficios empresariales (en rojo) son los siguientes en corregir, como ya están haciendo desde junio, y el último indicador, ya retrasado, sería el nivel de desempleo (columnas negras) que desde los mínimos del 3,5% de este año ha subido recientemente hasta el 3,7%.

Europa es la región que todos los expertos coinciden que tiene el mayor riesgo de recesión, aunque en los primeros tres trimestres de 2022 consiguió crecer un 0,6%, 0,8% y 0,3%, respectivamente. Sin embargo, el BCE estima que se podría contraer ya en el último trimestre de 2022 y en el primero de

2023, y estima un crecimiento de la zona euro del 3,4 % para 2022, del 0,5 % para 2023, del 1,9 % para 2024 y del 1,8 % para 2025.

En cuanto a la evolución de la inflación, la autoridad monetaria europea estima que se situará, de media, en el 8,4 % en 2022, para disminuir hasta el 6,3 % en 2023.

Posteriormente, proyecta una inflación del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación debería situarse en el 3,9 % en 2022, para aumentar, según el BCE, hasta el 4,2 % en 2023 y descender hasta el 2,8 % y el 2,4 % en 2024 y 2025, respectivamente.

Si atendemos a los indicadores adelantados (PMI's), estos también muestran síntomas de debilidad, tanto en Europa como en Estados Unidos. Al otro lado del Atlántico, el Índice del sector manufacturero del Institute for Supply Management (ISM), habría caído en el mes de noviembre hasta los 49 puntos – 50 es el nivel estimado a partir del cual se considera expansión –. Peor panorama para el sector servicios, que se sitúa por debajo de los 50 puntos desde el mes de julio y a cierre de año (previsión de diciembre) estaría en 44,4 puntos.

Respecto a la zona euro, el último dato Flash muestra un dato compuesto de 48,8, un punto por

encima del mes de noviembre; también habría mejorado el dato del sector servicios, hasta los 49 puntos, mientras el del sector manufacturero habría retomado impulso hasta los 47,8 puntos. No obstante, se mantienen todos en niveles de recesión.

La mejora proviene de las mejoras en las cadenas de suministro, la menor presión sobre los precios, y una mejora en la confianza empresarial. Aun así, el sentimiento general refleja todavía el desafío que supone el incremento del coste de la vida, de los tipos de interés y las dudas sobre el suministro de energía a consecuencia de la guerra de Ucrania y de las sanciones asociadas.

El peligroso papel de China

Si Estados Unidos y Europa han navegado en 2022 al ritmo de los Bancos Centrales, China lo ha hecho al de su programa Zero Covid. Su restrictiva política sanitaria, que llevó a echar el cierre

de las principales ciudades chinas, el gigante asiático no sólo ha contribuido a generar más incertidumbre sobre la economía mundial, al ocasionar aún más obstáculos en las cadenas de suministros, sino que también ha puesto en riesgo su propio crecimiento económico.

Los confinamientos que afectaron a las principales ciudades del país en la primavera pasada produjeron una contracción del PIB del -2,7% en el segundo trimestre, para volver a crecer al +3,9% en el tercero.

A la política Zero Covid se ha añadido la complicada situación que vive el mercado inmobiliario chino – una quinta parte de la actividad económica del país –, los continuos riesgos regulatorios, la histórica ambición político-económica sobre Taiwán o el peligroso juego que ha mantenido con Rusia.

Finalmente, el reciente levantamiento de las restricciones por Covid, ha pasado de verse como

una esperanza para la reactivación económica china a verse como un riesgo de propagación del virus más allá de sus fronteras.

Respuesta de los Bancos Centrales

Durante 2022, los inversores han vivido pendientes no sólo de las decisiones sobre los tipos de interés, sino, sobre todo, de los mensajes de las instituciones monetarias; mensajes que a veces no han sido lo suficientemente claros o lo suficientemente positivos para el mercado.

Con el objetivo de frenar la escalada de los precios, la Reserva Federal ha subido los tipos de interés en 425 puntos básicos en las últimas 7 reuniones, hasta el rango del 4,25-4,5%, además de empezar a reducir su balance a partir del mes de mayo. Se trataría del ciclo de subida de tipos de interés más pronunciado desde los 80, con Paul Volcker al frente de la FED.

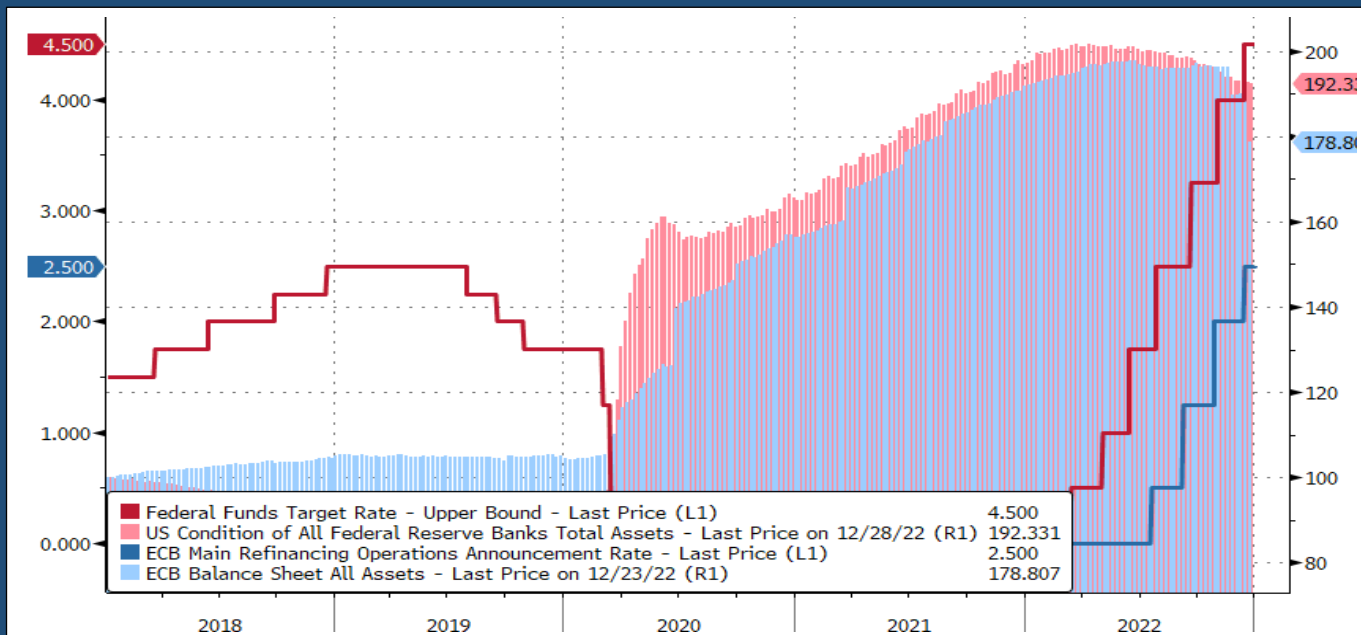
Pero más allá de los números, el discurso de Jerome Powell en la

reunión anual de Jackson Hole destacó por su dureza, al llegar a avisar sobre el “dolor a los hogares y los negocios” que la FED iba a infligir.

Las expectativas de la FED apuntan a que los tipos de intervención alcancen el 5%-5,25% en 2023, para luego descender a partir de 2024 hasta el 4%-4,25%.

La gestión del BCE ha sido más compleja, en un entorno

geoestratégico en Europa poco favorable para una política monetaria restrictiva. A pesar de ello, y tras meses de inacción, las tensiones inflacionarias han acabado desembocando en cuatro movimientos que suponen un alza del 2% en sus tipos de intervención, combinado como en el caso de la FED con un discurso muy duro, que prevemos siga vigente durante gran parte de 2023.



Tanto el BCE como la FED han puesto en marcha una escalada de tipos de interés sin precedentes (líneas roja y azul) con claros efectos en los tipos de interés a corto plazo, a la vez que han empezado a reducir su balance (áreas roja y azul), afectando a toda la curva de tipos de interés.

Equipo Gestor



RAMON CIRACH BOET

Gestor de Carteras – Renta Fija

@moncirach



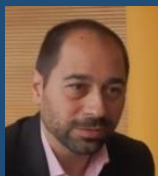
XAVIER CARULLA TIGERIN

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.