

Qarquía gestión

2023

**Perspectivas
Globales**

**Nuevas
Reglas del
Juego**

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-

Renta Variable

2022 ha sido un año cargado de eventos, tanto en el ámbito económico como el geoestratégico, pero siempre con efecto sobre los mercados.

Arrancábamos con los últimos coletazos del Covid-19 al tiempo que Microsoft realizaba una oferta de compra por la compañía de videojuegos Activision Blizzard que la valoraba en 68,7 billones de dólares. En febrero, Rusia invadía Ucrania, mientras la FED empezaba su propia campaña contra la inflación iniciando un ciclo de subidas de tipos de interés que no se veía desde los 80.

Por su lado, el petróleo (WTI) llegaba a superar los \$130/barril, mientras el gas en Europa alcanzaba los €350/MWh en el mes

de agosto, para después caer hasta los €75/MWh de finales de año.

Y por su parte, el euro perdió un 15% de su valor hasta perder la paridad, para después empezar a recuperar hasta los 1,0705 USD/EUR con que cerraba el año.

También hemos visto caer a la compañía FTX Group, una de las mayores empresas de

criptomonedas del mundo, cuyo CEO Sam Bankman-Fried se encuentra actualmente en libertad condicional con cargos por fraude que le podrían llevar a la cárcel 115 años.

Los mercados de renta variable acabaron 2022 con correcciones generalizadas, con el norteamericano llevándose el mayor correctivo. El S&P 500 cerró con

Index	RMI	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Time	Adv/Dcl	%Ytd	%YtdCur
1) Americas									
11) DOW JONES			33147.25	-73.55	-0.22%	12/30 d	11 / 19	-8.78%	-3.10%
12) S&P 500			3839.50 d	-9.78	-0.25%	12/30 d	131 / 369	-19.44%	-14.42%
13) NASDAQ			10466.48	-11.61	-0.11%	12/30 d	1789 / 1614	-33.10%	-28.93%
14) S&P/TSX Comp			19384.92 d	-100.97	-0.52%	12/30 d	94 / 137	-8.66%	-9.53%
15) S&P/BMV IPC			48463.86 d	-1054.00	-2.13%	12/30 d	4 / 31	-9.03%	+1.75%
16) IBOVESPA			109734.60 d	-502.11	-0.46%	12/29 d	28 / 61	+4.69%	+17.21%
2) EMEA									
21) Euro Stoxx 50			3793.62 d	-56.45	-1.47%	12/30 d	1 / 49	-11.74%	-11.74%
22) FTSE 100			7451.74 d	-60.98	-0.81%	12/30 d	15 / 82	+0.91%	-4.25%
23) CAC 40			6473.76 d	-99.71	-1.52%	12/30 d	0 / 40	-9.50%	-9.50%
24) DAX			13923.59 d	-148.13	-1.05%	12/30 d	2 / 38	-12.35%	-12.35%
25) IBEX 35			8229.10 d	-89.20	-1.07%	12/30 d	2 / 33	-5.56%	-5.56%
26) FTSE MIB			23706.96 d	-349.59	-1.45%	12/30 d	0 / 40	-13.31%	-13.31%
27) OMX STKH30			2043.40	-31.91	-1.54%	12/30 d	1 / 28	-15.55%	-22.11%
28) SWISS MKT			10729.40 d	-127.95	-1.18%	12/30 d	0 / 20	-16.67%	-12.59%
3) Asia/Pacific									
31) NIKKEI			26094.50 d	+0.83	+0.00%	12/30 d	91 / 121	+0.00%	-6.76%
32) HANG SENG			19781.41 d	+40.27	+0.20%	12/30 d	52 / 23	+0.00%	+6.16%
33) CSI 300			3871.63 d	+14.93	+0.39%	12/30 d	184 / 111	+0.00%	-2.12%
34) S&P/ASX 200			7038.69	+18.63	+0.27%	12/30 d	137 / 59	+0.00%	-0.35%

una caída del -19,4%, el MSCI World Net Total Return del -12,8%, y el Nasdaq del -33,1%.

El mercado chino tampoco se libró del vendaval bajista, con pérdidas del -17,2%, penalizado por los confinamientos derivados de su política Covid cero.

En Europa, el Eurostoxx 50 y el Stoxx 600 se dejaron un -11,7% y un -12,9%, respectivamente. Los que mejor se han comportado han sido los mercados del sud de Europa, con el IBEX 35 dejándose un -5,6%, el PSI20 portugués con alzas del +2,77%, y la bolsa griega subiendo un +4,4%.

Para 2023 pensamos que los Bancos Centrales echarán el freno a la política de aumentos de tipo de interés a medida que el daño económico se vuelva más visible, sin llegar a alcanzar los niveles de inflación pre-Covid. Existen macro-tendencia que van ganando fuerza que nos hacen prever un mundo con algo más de inflación de la que

estamos acostumbrado, empezando por el envejecimiento de la población mundial, que irá generando escasez de trabajadores, siguiendo por el acercamiento de las cadenas de producción hacia sus mercados finales, y acabando por la necesidad de una transición hacia un mundo más sostenible.

A nivel de construcción de carteras, nuestro escenario central implica un aterrizaje suave, por lo que seguimos positivos en los sectores bancarios y asegurador. El entorno de tipos altos, con una muy elevada capitalización y la expectativa que la mora se contenga hacen de la banca un sector con capacidad clara de incrementar su rentabilidad, y por tanto su capacidad de incrementar dividendos y recomprar acciones.

También estamos positivos en el sector farmacéutico, dadas sus atractivas valoraciones, la alta visibilidad de sus flujos de caja, y los desarrollos que tienen algunas de

estas compañías en tratamientos contra el alzheimer, el cáncer y la obesidad, que si generan resultados positivos pueden convertirse en auténticos éxitos de ventas.

Arquia Banca Líderes Globales

Sin ninguna duda, 2022 ha sido el año del estilo *value*: el S&P 500 Value perdió este año un -2,1%, frente al -26,5% del S&P 500 Growth.

Las empresas de crecimiento (*growth*) se ven penalizadas en entornos de tipos de interés al alza porque cuando se valoran, al tener los flujos de caja más importantes muy lejos en el tiempo –ya que aún están en fase de crecimiento- su valor presente cae cuanto más altos son los tipos de interés.

En nuestro caso, en el fondo tenemos un enfoque *blend*, o mixto, con una combinación de compañías de crecimiento de alta capitalización y compañías de valor, a la vez que mantenemos una fuerte exposición al dólar, lo que nos ha



Arquia Banca Líderes del Futuro

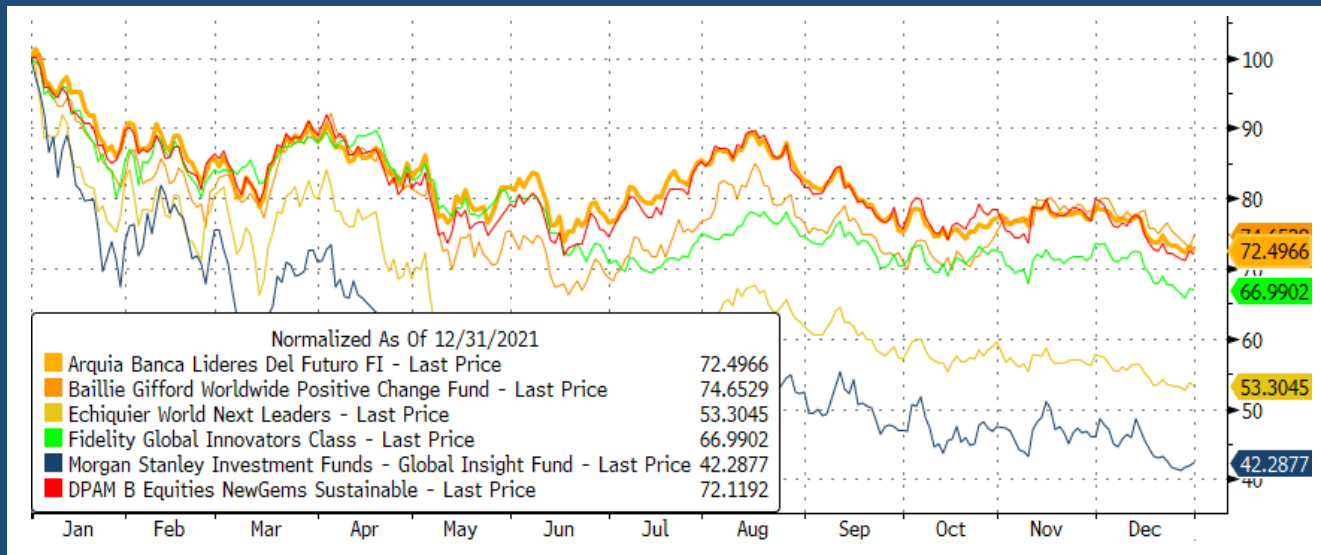
La concentración sectorial centrada en tres grandes tendencias: transformación energética, digitalización y vida saludable o Smart Living, perjudicó al fondo en un entorno de inversión muy desfavorable, con un escenario de tipos de interés más elevados, tasas de crecimiento más bajas y por tanto valoraciones de las empresas más ajustadas.

Los mayores detractores del fondo fueron principalmente: Silvergate Capital, Aker Carbon, TCS Group, LendingClub, Tesla, Ultra Clean Holdings y Amazon. En TCS Group, la compañía se vio afectada por el conflicto entre Rusia y Ucrania. De hecho, la entidad crediticia rusa, pocos días después del conflicto había publicado unos excelentes resultados del 2021. Recordemos que el sector bancario ruso ha sido objeto de sanciones, con los principales bancos rusos excluidos de la red mundial de mensajería SWIFT, dificultando a los

ayudado a reducir pérdidas durante un año tan complicado.

El sector que mejor se ha comportado en 2022 ha sido el energético, seguido de las materias primas. Destacaron Occidental Petroleum, Constellation Energy, Exxon Mobil, Schlumberger y Halliburton, entre otros. Por el contrario, los más damnificados fueron los sectores más sensibles a los tipos de interés: Real Estate, consumo discrecional y tecnología. Para nombrar algunas: Tesla, Meta Platforms, Paypal, Faurecia, Hellofresh, entre otras.

En nuestro fondo, los valores que más restaron a la rentabilidad de la cartera fueron Amazon, Alphabet, Walt Disney, Paypal, Apple y Accenture, compañías con un perfil más tecnológico. Por otro lado, las compañías que ayudaron a compensar pérdidas pertenecían a los sectores de consumo estable y farmacéutico, como Eli Lilly, Johnson & Johnson, Coca-Cola, Dollar General, John Deere y Pepsico, entre otros.



Nio, Meituan o Niu Technologies entre otros.

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

prestamistas y a las empresas realizar y recibir pagos. Así mismo la compañía está suspendida de cotización en el London Stock Exchange. Por otro lado, los mayores aportadores de rentabilidad fueron: Vertex Pharmaceuticals, Signify, Enphase Energy o Bristol Myers. Respecto a Signify Health fue objeto de una OPA por el gigante CVS Health por importe de 8.000 millones de dólares. La compra proporciona a CVS Health un empuje al negocio de asistencia sanitaria a domicilio, en pleno auge.

El programa Zero Covid, basado en una política restrictiva sanitaria y que llevó a echar el cierre de las principales ciudades chinas, no solamente ha contribuido a generar incertidumbre en el crecimiento a nivel global, al ocasionar problemas de funcionamiento en las cadenas de suministro, sino también a su propio crecimiento económico. En este sentido, las compañías con intereses en China que tenemos en cartera se han visto perjudicadas por estas políticas. Es el caso de Tesla, China Suntien Green Energy,

Renta Fija

2022 ha resultado un ejercicio excepcionalmente negativo para los mercados por diferentes motivos; en primer lugar, una inflación descontrolada que no veíamos desde hace décadas. Los Bancos Centrales, inicialmente muy por detrás de la curva en materia de tipos, han respondido con políticas monetarias muy agresivas para hacer frente a la inflación, generando subidas de tipos de interés, aplanamiento de las curvas de tipos, y correcciones severas en los activos de riesgo.

El resultado ha sido escenario claramente adverso para la renta fija en el que los bonos se han visto doblemente penalizados, tanto por la subida de tipos de interés, como por una significativa ampliación de los diferenciales de crédito.

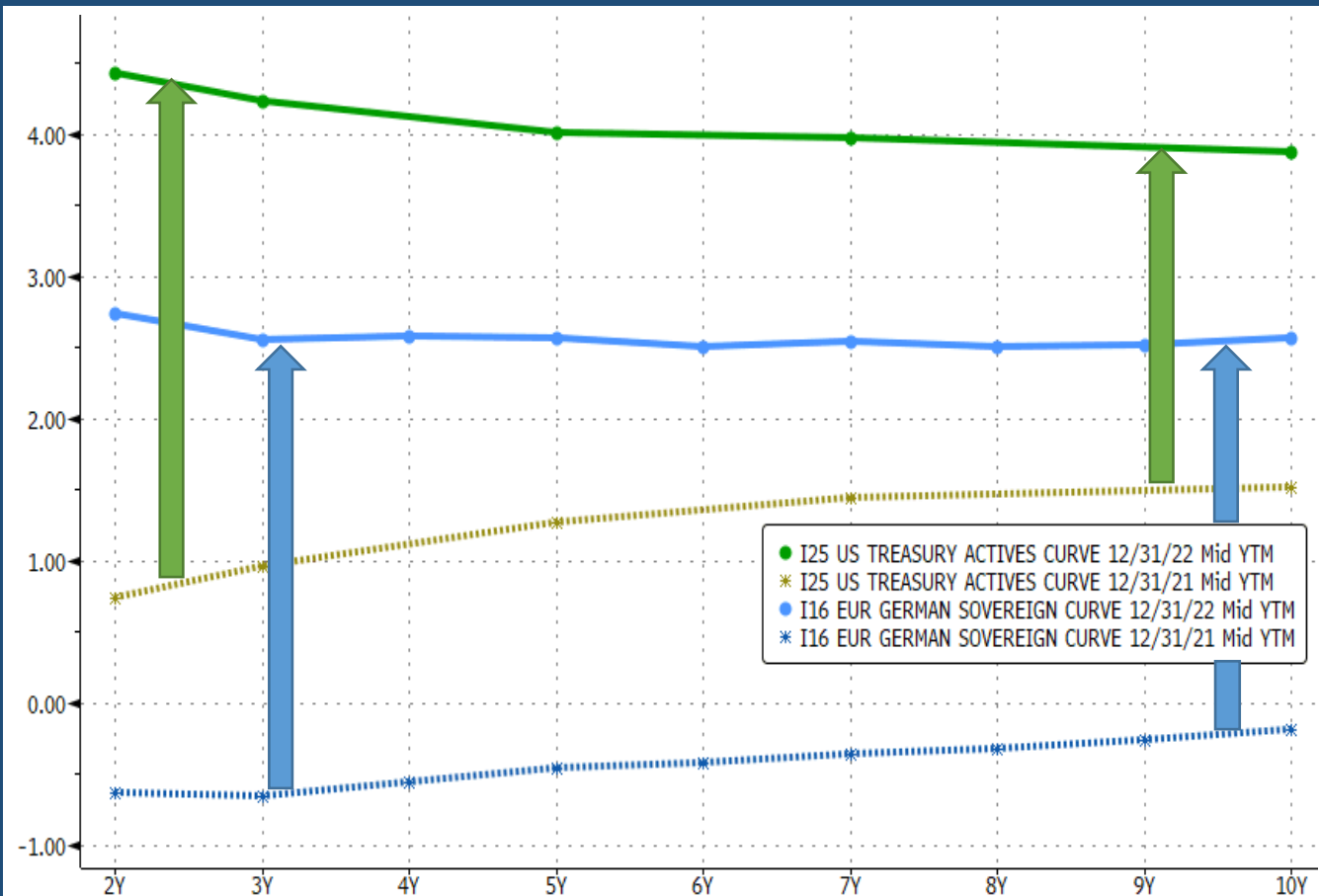
Sin embargo, de cara a 2023 creemos que, con una alta probabilidad, lo peor para el mercado de renta fija debería haber pasado. Partimos con rentabilidades muy elevadas en las carteras de bonos, lo que constituye un colchón importante que amortiguaría las posibles subidas de tipos de interés que pudieran producirse. Lo más positivo de cara a 2023 son las tirs de partida de los bonos, un colchón más que suficiente para amortiguar incrementos de tipos de interés por encima de los que ya descuenta el mercado. Tras muchos años con tipos de interés negativo, la renta fija vuelve a generar rentas.

En 2023 va a ser clave en la gestión de la renta fija como se gestionen las perspectivas ante los cambios de percepción de la situación macroeconómica. Bajo nuestro posicionamiento, vamos a perder de manera progresiva el miedo a la inflación para pasar a preocuparnos por una recesión, lo que tiene

implicaciones relevantes en la construcción de una cartera de bonos, tanto desde la perspectiva del punto de la curva más atractivo, como del grado de riesgo de crédito que estemos dispuestos a asumir.

Por el momento, la economía norteamericana mantiene su fortaleza y solidez a pesar de un enfoque muy agresivo por parte de la FED. Prueba de ello es el mercado laboral, que mientras se mantenga en pleno empleo –tasa actual del 3,6%- la FED podrá seguir subiendo tipos hasta que la inflación se normalice del todo.

En cuanto a la economía de la Eurozona, el punto de partida es más complejo y en materia de inflación la situación resulta más complicada. Con la guerra en sus puertas, la inflación europea oscila con el coste de la energía, que se verá afectada por muchos años hasta superar totalmente la dependencia que tiene del gas ruso.



EL SIGNIFICADO DE LA PENDIENTE DE LA CURVA DE TIPOS DE INTERÉS

Durante este año hemos visto un doble movimiento de los tipos de interés, tanto en EE.UU.(verde) como en Europa (azul). Por un lado, un fuerte movimiento al alza orquestado desde los Bancos Centrales a través de fuertes subidas de tipos de interés, que han propulsado los tipos de interés hacia arriba en los tramos cortos de la curva de tipos de interés. También los Bancos Centrales han incidido sobre los tipos a largo, a través de la reducción de sus balances, pero el efecto se transmitía en menor medida en la parte más alejada de la curva. Los tipos largos no dependen tanto de los tipos de interés como del crecimiento económico, que genera tipos de interés más elevados cuanto mayor es el crecimiento. Como se puede observar en el gráfico, tanto la curva norte-americana como la alemana pasan de tener una pendiente positiva a tener pendiente negativa, lo que implica que el mercado está asumiendo que la velocidad y la fuerza de las subidas de tipos de interés acabarán provocando una recesión, generando por tanto una inversión de la curva.

En cualquier caso, la consecuencia directa de estas subidas de tipos es una caída de los precios de los bonos, que este año ha sido histórica.

Adicionalmente, tanto en Estados Unidos como en Europa, deberemos estar muy atentos a los efectos de segunda ronda en la inflación, consecuencia la presión salarial al alza.

En cuanto a las curvas de tipos, se encuentran completamente invertidas, tanto en Europa como en EEUU, por lo que los mercados de deuda claramente descuentan un escenario de recesión.

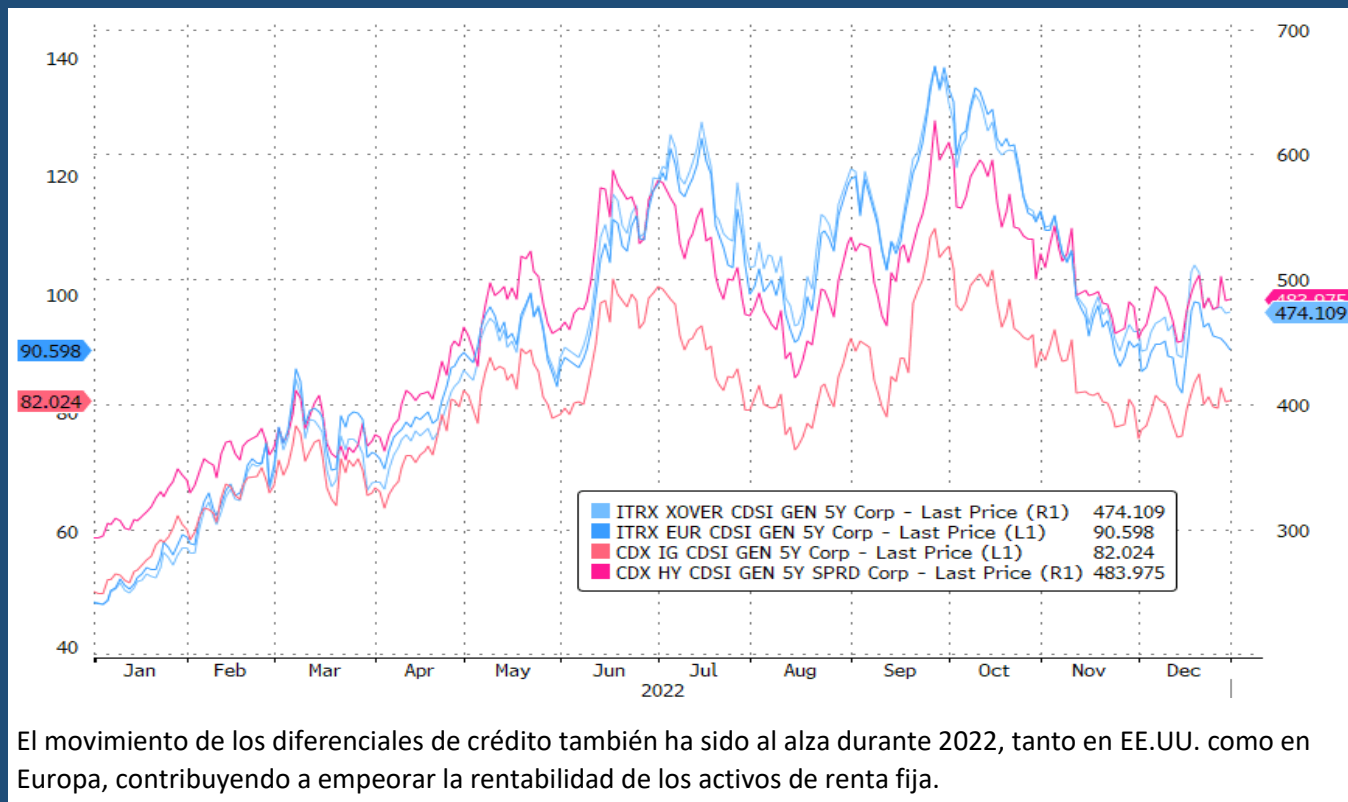
El discurso más agresivo de la FED, apuntando a unos tipos más altos durante más tiempo, aceleró las ventas en la parte corta de la curva americana, provocando una caída de tipos de interés, mientras que los temores a una contracción económica están frenando la subida de tipos en los tramos más largos, provocando de ésta manera que en EEUU el diferencial entre la rentabilidad de la deuda a 2 años y 10 años haya superado niveles de

80 puntos básicos, históricamente sin precedentes.

En cuanto a nuestras apuestas de cara a los próximos meses, con una curva de tipos de interés invertida en EEUU y en la Eurozona, preferimos apostar por los tramos medios y cortos de la curva. Por este motivo, las últimas adquisiciones en nuestras carteras han sido de emisores de calidad Investment Grade y con una duración controlada. De esta forma, estamos logrando una tirs más que atractivas desde un punto de vista histórico y minimizamos la volatilidad y la sensibilidad de tipos en la cartera.

En relación al crédito, las elevadas tirs que nos ofrecen en términos generales la deuda corporativa aumentan las probabilidades de obtener retornos positivos de cara a los próximos meses.

No obstante, en caso de que se confirme un escenario de recesión y las tasas de *default* empezaran a



elevarse, podríamos ser testigos de una ampliación significativa de los diferenciales de crédito, especialmente para el caso de la deuda *high yield*. Por esta razón, nuestro posicionamiento por el momento se concentra en valores de renta fija privada de calidad elevada, con rating mínimo BBB.

Por otro lado, seguimos viendo valor en la deuda financiera subordinada.

Bajo nuestro punto de vista, los bancos están bien capitalizados y cuentan con balances saneados, lo que les permitiría soportar una recesión que -en los escenarios centrales que maneja el mercado- sería leve y por tanto generaría un impacto moderado en las tasas de morosidad.

Además, los márgenes de intereses de las cuentas de resultados de los

bancos deberían beneficiarse de unos tipos de interés más elevados. En la actualidad podemos incorporar en cartera emisiones AT1 de bancos de primera fila con rentabilidades a la Call² por encima del 8%. Si bien existe el riesgo de que estas emisiones no sean amortizadas, el nuevo cupón se resetearía al alza, por lo que la sensibilidad a los tipos de interés es menor.

Para los próximos meses seguimos opinando que la renta fija tiene valor como clase de activo. Tras meses de correcciones importantes en el mercado de deuda, finalmente el mercado nos ha dado un respiro y en estos momentos el binomio rentabilidad-riesgo es muy atractivo, con rentabilidades muy elevadas tanto en los tramos más cortos como en los más largos.

Claramente se trata del activo más atractivo para este nuevo año.

Arquia Banca Income RVMi

Una nota aparte merece el Arquia Banca Income RVMi, el nuevo fondo orientado a la generación de rentas de Arquia Gestión, y que se crea a partir de la conversión del antiguo Arquia Banca Uno en un fondo mixto, global, y orientado a la generación de un dividendo para el inversor.

El fondo nace de la oportunidad que nos brinda un mercado de renta fija muy penalizado en 2022, y que ha acabado ofreciendo rentabilidades muy elevadas para el inversor

dispuesto a asumir ese riesgo. El porcentaje máximo de renta variable, también centrada en valores con dividendos elevados, es del 50%, pero en el arranque de 2023 vemos más capacidad de generar rentas en los tramos medios de la renta fija que en la bolsa, por lo que el porcentaje en acciones inicialmente se sitúa en el 20%.

Para el futuro, al ser un producto diseñado justamente para el escenario que estamos viviendo, pensamos que es uno de nuestros fondos con mayor potencial.

Fondo	Rent. 2022.	Rent. 2021	Rent. 2020	Rent. 2019	Rent. 2018
AB RF Euro FI - A	-6,6%	+1,0%	-0,1%	+5,2%	-2,6%
AB RF Euro FI – Plus	-6,5%	+0,8%	ND	ND	ND
AB RF Euro FI – Cartera	-6,4%	+1,5%	ND	ND	ND
AB RF Flexible FI - A	-12,9%	+1,7%	ND	ND	ND
AB RF Flexible FI – Plus	-12,7%	+1,9%	ND	ND	ND
AB RF Flexible FI – Cartera	-12,3%	+2,3%	ND	ND	ND
AB Uno FI - A	-13,6%	+4,0%	-2,9%	+9,1%	-6,4%
AB Uno FI – Plus	-12,9%	+3,3%	ND	ND	ND
AB Uno FI – Cartera	-12,7%	+5,1%	ND	ND	ND

² Call: opción de amortización anticipada de las emisiones de renta fija.

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 Aggregate³ 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 euros⁴ ha generado minusvalías del -12,8%, mientras el Bloomberg Global Aggregate TR Index⁵ 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

³ Bloomberg US Aggregate es un índice de renta fija formado por deuda pública de todo el mundo emitida en USD.

⁴ MSCI World en Euros: índice de renta variable global que incluye valores sólo de países desarrollados, valorado en euros.

⁵ 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 TIR⁶ 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 años⁷.

⁶ TIR: Tasa Interna de Retorno, retorno de una inversión a vencimiento medida en tasa anual.

⁷ 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.

Gestión Discrecional

El último trimestre del año comenzaba con cierto optimismo en los mercados de valores. Octubre no fue un mes exento de volatilidad, pero a pesar de unos mercados contagiados por el miedo a la inflación, las políticas monetarias restrictivas y una potencial recesión, los números fueron muy positivos, con la excepción de China.

Noviembre también sumó; mejor Europa que Estados Unidos, aunque fue el dato de inflación americano (mejor de lo esperado), el principal impulsor de ese positivismo: generó especulaciones sobre la posibilidad que la FED comenzara a moderar las subidas de tipos de interés.

No obstante, la realidad económica – elevada inflación y poca visibilidad sobre el grado de agresividad de las

políticas monetarias de los Bancos Centrales, crisis energética en Europa, riesgo de recesión... –, nos imponía un posicionamiento aún cauto en esta última parte del año, sobre todo en renta variable. En renta fija sí que empezamos a encontrarnos más cómodos, incluso constructivos y, de hecho, durante el mes de noviembre iniciamos el reposicionamiento de las carteras hacia una mayor duración, reduciendo la parte que habíamos acumulado en liquidez (monetarios o cuasi monetarios) en estos últimos meses y que nos habían ayudado a proteger las carteras en los momentos de mayor incertidumbre.

Este posicionamiento cauto en renta variable y constructivo en renta fija nos permitió en el mes de diciembre afrontar un fin de ejercicio complicado, con pérdidas generalizadas en todos los mercados desarrollados – que es donde, básicamente, tenemos invertidas nuestras carteras –. Un posicionamiento que también nos ha

posibilitado recuperar parte de las pérdidas acumuladas en el año 2022, especialmente relevante en el caso de aquellas con un perfil más prudente, las que más habían sufrido – en términos relativos –, debido a las fuertes caídas experimentadas por los fondos de renta fija a nivel global.

Con todo, en el último trimestre de año todas las carteras de Gestión Discrecional de Carteras (GDC) concluyeron no sólo con ganancias, sino con un resultado superior a sus índices de referencia.

Curiosamente, rentabilidades muy similares en todas las carteras, con independencia del perfil de riesgo.

Así, mientras la cartera de perfil prudente H30 50Q (compuesta un 50% por fondos de Arquia Gestión y un 50% por fondos de gestoras externas) se revalorizaba un +1,2% en el trimestre, la de perfil dinámico H100 50Q lo hacía también un +1,2%. Esto se ha debido, básicamente, a dos razones: por un lado, la mayor volatilidad en renta

variable – diciembre fue un mes duro, con caídas del -8,7% en el caso del Nasdaq, del -6% en el caso del S&P 500 y del -4,3% en del Euro Stoxx 50 – y, por otro, la contribución positiva de la parte de renta fija, que, hasta entonces, lejos de sumar, nos había restado.

Posicionamiento defensivo

Desde el punto de vista de la gestión de la renta variable, durante 2022 las carteras han ido virando hacia un posicionamiento cada vez más defensivo. A principios de año decidimos reducir la parte más *growth* (crecimiento) de las carteras, eliminando aquellos fondos que pensábamos podrían verse más afectados por las subidas de tipos de interés, como fue el caso del Robeco Global Consumer o del Baillie Gifford Positive Change y, posteriormente, de otros como el Acatis Global Aktien.

Ese fue un ejercicio que fuimos realizando a lo largo del año, lo que hizo que, en el último trimestre, las

carteras estuvieran expuestas, sobre todo, a fondos que nos ofrecieran una cierta protección frente a la inflación; fondos que invierten en compañías con generación de flujos de caja, con poder de fijación de precios, líderes en sus nichos de mercado, poco ligadas al ciclo, etc, como es el caso del Arquia Banca Líderes Globales o el Nordea Global Stable Equities. En general, negocios más estables, que nos han llevado a estar orientados, sobre todo, a sectores como la salud, el consumo básico, la industria o la parte más defensiva de la tecnología, aunque siempre buscando una diversificación sectorial.

Por otro lado, buscamos *income* (rendimiento) a través de fondos orientados a la rentabilidad por dividendo, como el BNY Mellon Global Income, el Guinness Global Equity Income o el DWS Top Dividend, que, a cierre de ejercicio, suponían una apuesta clara dentro de las carteras. Poca exposición a

mercados emergentes y mayor peso, dentro de los mercados desarrollados, en Estados Unidos, por su mayor fortaleza económica y el menor riesgo de recesión. Algún otro movimiento, en este caso de carácter más táctico, realizado en el último trimestre fue la salida del fondo Nordea Global Listed Infrastructure.

Desde el punto de vista de la renta fija, 2022 ha sido un año muy complejo. Para hacer frente al riesgo de subida de tipos, durante la

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

mayor parte del ejercicio mantuvimos un riesgo de duración muy controlado, además de un bajo riesgo de crédito, apostando, fundamentalmente, por fondos con emisiones de alta calidad crediticia (*investment grade*). Aun así, fue muy difícil abstraerse de las fuertes pérdidas experimentadas en todas las categorías de deuda.

En verano incrementamos el peso en liquidez (a través de fondos monetarios, sobre todo el Candriam Money Market AAA); liquidez que posteriormente fuimos derivando hacia fondos que invierten por ejemplo en bonos flotantes, como el DWS Floating Rate Notes. Ya en la última parte del ejercicio, con una visión más constructiva – ante la perspectiva de haber visto ya los máximos de inflación – y el colchón en forma de *carry* que nos proporcionaban muchas emisiones de calidad, decidimos ir incrementando poco a poco la duración de las carteras, introduciendo para ello fondos como

el FvS Bond Opportunities o el Robeco Investment Grade Bonds; que hemos combinado con algunos otros con vencimientos cortos y medios como el Evli Short Corporate Bond, y otros más oportunistas, como el Lazard Credit Opportunities, junto a nuestros productos AB Renta Fija Euro y AB Renta Fija Flexible, que en los últimos meses han ido añadiendo rentabilidad. La duración media de las carteras rondaría los 3,5 años a cierre de 2022.

En cuanto a la exposición a renta variable, esta también se ha ido modulando en función de los riesgos y del entorno macroeconómico, situándose a cierre de ejercicio en torno al 20% en las carteras de perfil prudente (pudiendo llegar al 30%), en torno al 45% en las de perfil equilibrado (pudiendo llegar al 60%) y en torno al 75% en las de perfil dinámico (carteras que tienen capacidad para llegar hasta el 100%).

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.

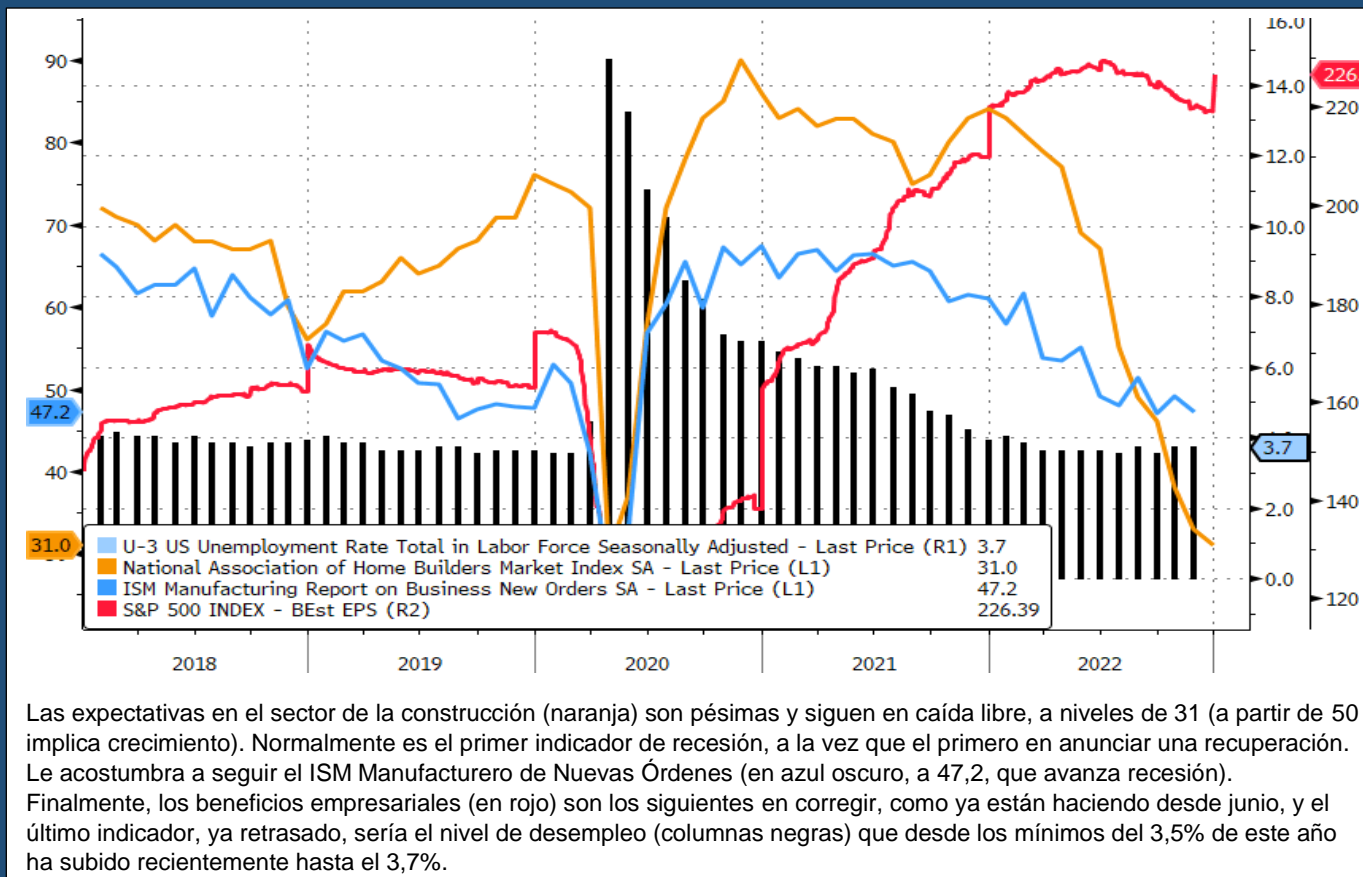
No en vano, la fuerza laboral de Estados Unidos sigue mostrando una gran robustez. Según el último dato publicado, la tasa de desempleo americano se sitúa en el 3,7% (casi pleno empleo), después de haber alcanzado cotas superiores al 14% en plena pandemia. Una robustez que, sin embargo, sigue preocupando 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.



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.

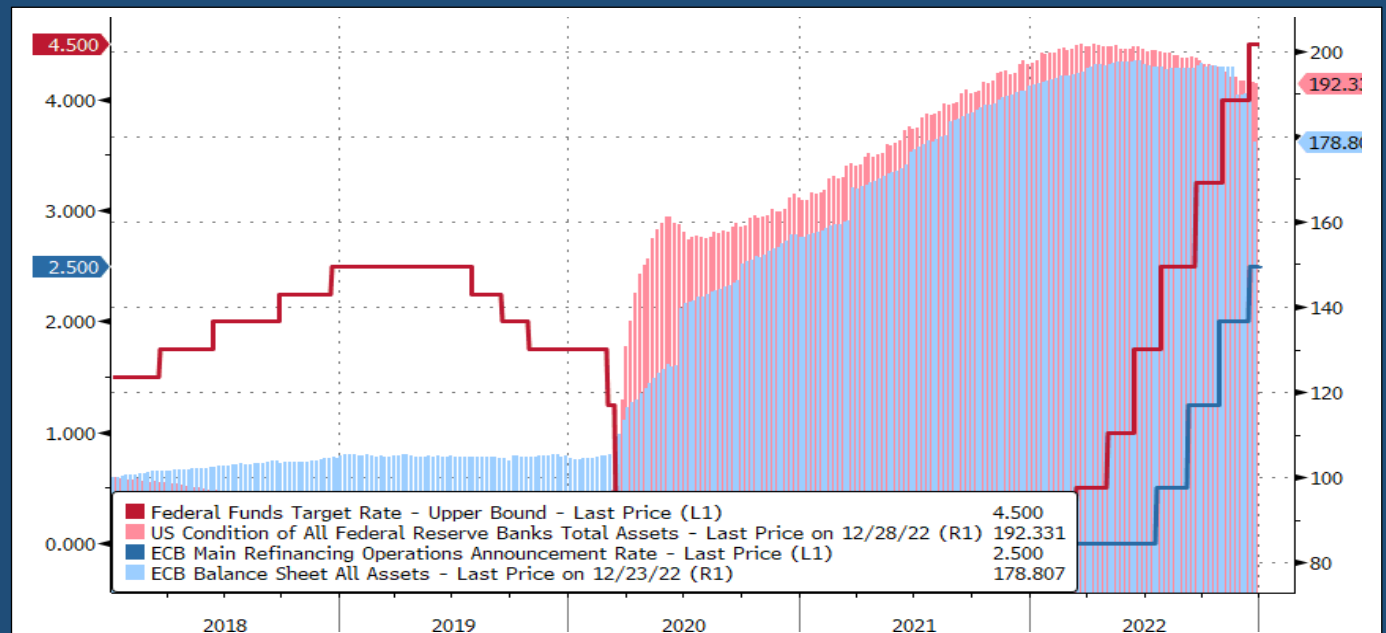
Pero más allá de los números, el discurso de Jerome Powell en la

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



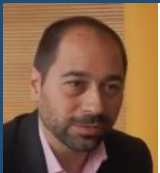
RAMON CIRACH BOET
Gestor de Carteras – Renta Fija
@moncirach



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.