

### Visión del mercado.

El año 2022 ha estado protagonizado, principalmente, por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Desde un punto de vista económico, este conflicto ha evidenciado la fragilidad del sistema energético europeo, como resultado de una mala estrategia en la política de transición energética, la falta de inversión sistemática en industrias intensivas en capital, y la enorme dependencia de las importaciones de Rusia. Una de las consecuencias más importantes de este conflicto ha sido el significativo aumento de los precios de la energía. Los precios del gas en Europa aumentaron desde niveles de 70\$/MWh previos a la invasión hasta alcanzar máximos cercanos a los 350\$/MWh en agosto, estabilizándose por debajo de los 80\$/MWh a finales de 2022. Del mismo modo, a nivel global, la guerra ha provocado un aumento relevante en los precios de alimentos y fertilizantes.

Lo señalado anteriormente, junto a las dificultades que han surgido en la cadena de suministro a raíz del Covid-19, como consecuencia, principalmente, de la excesiva dependencia de las importaciones del sudeste asiático, a un largo periodo de inversiones insuficientes en industrias intensivas en capital y a un mercado laboral tensionado, han provocado un fuerte aumento de la inflación que alcanzó en 2022 unos niveles no vistos en varias décadas. En EEUU la inflación subió al 9,1% en junio aunque luego quedó en el 6,5%. En la Zona Euro, la inflación alcanzó un máximo histórico del 10,6% en octubre.

Los mercados financieros experimentaron a final de año una corrección importante, especialmente el mercado de renta fija, que sufrió unas pérdidas sin precedentes durante 2022. Para combatir los riesgos inflacionistas, a nivel global, los bancos centrales han cambiado drásticamente su política monetaria y después de un largo período de política ultra expansiva, han virado hacia una política más restrictiva, con subidas rápidas y contundentes de los tipos de interés y reduciendo o cancelando los programas de compra de deuda soberana. En EEUU, la Fed aumentó sus tasas oficiales desde un rango del 0%-0,25% al 4,25%- 4,50%, mientras que en la Zona Euro, el BCE subió sus tasas oficiales desde el 0% al 2,5%.

Las subidas de los tipos de interés han provocado fuertes caídas en los mercados de bonos. Los emisores de deuda se han visto obligados a aumentar la rentabilidad de sus emisiones. La rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años ha aumentado hasta niveles del 3,88% a cierre de 2022, frente al 1,51% a cierre de 2021. El bono del gobierno alemán a 10 años cerró el año con una rentabilidad del 2,53% desde el -0,18% marcado un año antes. Por la misma razón, se ha producido un importante aumento en el coste de los créditos. El Euribor a 12 meses, referencia por excelencia de la mayor parte de los préstamos hipotecarios en España, cerró el año en niveles superiores al 3% frente al -0,50% del cierre del año anterior.

Las bolsas no han sido ajenas a este ajuste de tipos de interés y al consecuente enfriamiento económico, que ha impactado en mayor medida en los sectores y bolsas con mayor peso en crecimiento. La evolución de los principales índices bursátiles mundiales ha sido negativa. Este impacto negativo ha sido mayor en EEUU (S&P 500 -19,44%, Nasdaq -33,10%) que en Europa

## DUX INVERSORES PREVISION, EPSV INDIVIDUAL

(Eurostoxx 50 -11,74%, Ibex 35 -5,56%, MSCI Europe -11,9%), lo que se explica por el buen comportamiento de las estrategias de valor y de los sectores de energía y materiales básicos, frente a los peores resultados que se han dado en las estrategias growth y en los sectores de tecnología y servicios de comunicación. Han tenido un comportamiento positivo los índices de agricultura y materias primas de Bloomberg que han aumentado un 13,2% y un 6,8% respectivamente. La bolsa japonesa, a medio camino entre el desempeño de Europa y EEUU, ha estado marcada por la depreciación del yen y por ser la única economía del G7 en la que su banco central no ha comenzado aún con la normalización monetaria. A pesar de la fuerte recuperación del último trimestre, las bolsas asiáticas han liderado los retrocesos a nivel global ya que han tenido que lidiar con los riesgos de la fortaleza del dólar y con el enfriamiento de la economía China, como consecuencia de las políticas de Covid cero y su crisis inmobiliaria.

### Perspectivas de mercado.

Después de unos años en los que la economía ha disfrutado de un exceso de liquidez y tipos de interés extraordinariamente bajos, en los que algunas empresas se han endeudado de forma excesiva, las políticas monetarias están recuperando una cierta normalidad, con tipos de interés positivos por primera vez en mucho tiempo. La combinación de tipos de interés altos y deuda excesiva puede resultar explosiva, lo que exige un mayor control sobre los riesgos de los activos.

Aunque las incertidumbres siguen siendo relevantes, ha comenzado 2023 con una visión razonablemente constructiva para la economía global. En EEUU y en la Eurozona, aunque las perspectivas de crecimiento son sensiblemente inferiores a las de 2022, se dan las condiciones adecuadas (expectativas de inflación razonablemente ancladas, balances saneados de familias y empresas, fuerte capitalización del sistema bancario, etc.) como para que una política monetaria moderadamente restrictiva pueda controlar la inflación sin tener que generar una fuerte recesión. En China, el abandono de la política de Covid cero, y la aplicación de políticas fiscales y monetarias claramente expansivas, deberían generar un fuerte repunte en la actividad económica, que puede alcanzar tasas de crecimiento claramente superiores al 5% en el conjunto del año. Junto con China, los países del sudeste asiático serán probablemente de los que mejor se comporten en términos de crecimiento económico durante el presente ejercicio, porque son países en los que la eliminación completa de restricciones relacionadas con la pandemia se ha producido de forma relativamente reciente y eso hace que todavía tengan cierto margen de recuperación "post-virus". Asimismo, porque en este grupo de economías la inflación ha sido menor que en los países desarrollados y, por ello, es posible que puedan disfrutar de una orientación de política monetaria menos restrictiva.

En cuanto a las cosas que pueden ir mal, estaremos atentos sobre todo a los siguientes factores:

- Posible descontrol de las expectativas de inflación que, de producirse, daría aún más persistencia a la inflación tanto de forma directa, a través de la fijación de precios por parte de las empresas, como indirecta, por la vía de aumentar la probabilidad de subidas salariales, obligando a los bancos centrales a ser más agresivos en su política monetaria, con el consiguiente aumento del riesgo de recesión.

## DUX INVERSORES PREVISION, EPSV INDIVIDUAL

- Eventuales sorpresas negativas de tipo geopolítico, con la guerra de Ucrania como preocupación más evidente. Pese al mayor potencial militar de Rusia, las fuerzas de Ucrania están desarrollando una extraordinaria defensa. Por ello, el conflicto entre ambos países está siendo de mayor duración e intensidad de lo que se suponía en un principio.
- Potencial aparición de nuevas variantes peligrosas del coronavirus como consecuencia de la explosión de contagios en China. Sobre este riesgo creemos que se puede mantener un cierto optimismo porque, desde la aparición de la ómicron, toda la evolución del virus ha sido hacia versiones muy transmisibles, pero relativamente benignas en cuanto a sintomatología.