

PERSPECTIVAS

<<<< *de los* >>>>

MERCADOS



FISHER INVESTMENTS ESPAÑA®

Fisher Investments España es el nombre comercial utilizado por Fisher Investments Ireland Limited, Sucursal en España ("**Fisher Investments España**"). Fisher Investments España está inscrita con domicilio social en Calle de la Comunidad Balear, 1, número 1, 28669 Boadilla del Monte, Madrid (España) con NIF W0074497I, y registrada en el Registro Mercantil de Madrid en el tomo 39501, folio 110, inscripción 1, hoja M-701327, y en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("**CNMV**") con el número 126.

Fisher Investments Ireland Limited es una empresa privada de responsabilidad limitada registrada en Irlanda que también opera bajo la denominación de Fisher Investments Europe ("**Fisher Investments Europe**"). Fisher Investments Ireland Limited y sus nombres comerciales, Fisher Investments Europe y Fisher Investments España, están inscritos en el Registro Mercantil de Irlanda con los números 623847, 629723 y 629724. Fisher Investments Europe está regulada por el Banco Central de Irlanda. El domicilio social de Fisher Investments Europe es 2 George's Dock, 1st Floor, Dublin 1, D01 H2T6 Ireland.

Fisher Investments España y sus directores regionales se reúnen con clientes particulares cualificados interesados en obtener más información sobre los servicios discrecionales de gestión de inversiones prestados por Fisher Investments Europe.

Fisher Investments Europe externaliza parcialmente diversos aspectos de las funciones cotidianas de asesoramiento de inversión, gestión de carteras y operaciones bursátiles a sus filiales. En concreto, Fisher Investments Europe Limited, que opera bajo la denominación de Fisher Investments UK ("**Fisher Investments UK**"), llevará parcialmente a cabo la elaboración de informes de idoneidad de inversión, y Fisher Asset Management, LLC, que opera bajo la denominación de Fisher Investments ("**Fisher Investments**"), realizará la toma de decisiones diaria sobre la estrategia de las carteras. Fisher Investments Europe, Fisher Investments UK, Fisher Investments u otras filiales podrán llevar a cabo funciones comerciales.

Fisher Investments es la empresa matriz de Fisher Investments Europe y Fisher Investments UK y está establecida en Estados Unidos (con el número 3936233 de la Secretaría del Estado de Delaware) y está regulada por la Comisión de Valores y Bolsa (SEC, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos (con el número 801-29362 de la SEC). Fisher Investments UK está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA, por sus siglas en inglés) del Reino Unido (con el número 191609 de la FCA).

La protección jurídica del régimen regulatorio irlandés, incluido el Plan de Compensación para Inversores (ICS, por sus siglas en inglés), es aplicable a las actividades de Fisher Investments Europe. De conformidad con el ICS, se abonará el 90 % de la pérdida neta hasta un máximo de 20 000 euros en ciertas circunstancias cuando una empresa de inversión autorizada por el Banco Central deje de operar. Sin embargo, esta protección no se aplica a los servicios prestados por Fisher Investments UK, Fisher Investments, ni a ningún custodio ni banco ubicado fuera de Irlanda, o en caso de que los activos del cliente estén invertidos en fondos o ETF no irlandeses.

El presente documento recoge la opinión general de Fisher Investments España y Fisher Investments Europe y no debe ser considerado como un servicio de asesoramiento personalizado en materia de inversiones o fiscal ni un reflejo de la rentabilidad de sus clientes. No se garantiza que Fisher Investments España o Fisher Investments Europe sigan sosteniendo estas opiniones, las cuales pueden cambiar en cualquier momento a la luz de nuevos datos, análisis o consideraciones. La información que figura en el presente documento no pretende ser una recomendación o un pronóstico de las condiciones del mercado. En su lugar, tiene por objeto esclarecer los aspectos tratados. Los mercados actuales y futuros pueden diferir ampliamente de los que se describen en este documento. Asimismo, no se garantiza la exactitud de ninguna de las hipótesis empleadas en los ejemplos contenidos en el presente documento.

Invertir en los mercados financieros implica un riesgo de pérdida y no hay garantías de que todo o parte del capital invertido sea reembolsado. La rentabilidad pasada no garantiza ni indica los resultados futuros de manera fiable. El valor de las inversiones y los ingresos procedentes de ellas están sometidos a la fluctuación de los mercados financieros mundiales y de los tipos de cambio internacionales.

No se garantiza la exactitud de las previsiones pasadas ni futuras en comparación con otras. No se puede garantizar que los rendimientos de inversión de una estrategia o asignación en particular superarán los rendimientos de otra estrategia o asignación.

Este documento ha sido aprobado y es distribuido por Fisher Investments España y Fisher Investments Europe.

Perspectivas de los mercados para 2022. Parte IV

El tercer trimestre ha puesto a prueba la paciencia de los inversores en todo el mundo, ya que el repunte del verano no detuvo la caída del mercado bursátil de este año, lo que hizo que el índice MSCI World bajara un 13,4 % (en euros) en lo que va de año, ya que la debilidad de la divisa impulsó la rentabilidad de los inversores europeos sobre las acciones estadounidenses.¹ Cuando el euro se debilita con respecto al dólar, los inversores europeos se benefician de la rentabilidad de las empresas estadounidenses en dólares, así como de la apreciación del dólar. Sin esta distorsión monetaria, en lo que va de año, las acciones mundiales han bajado actualmente un 25,4 % en dólares y un 21,8 % en la moneda local, lo que cumple los criterios para identificar un mercado bajista (típicamente definido como una caída profunda, igual o superior al 20 %, producida por una causa fundamental).² La continua volatilidad a corto plazo en los mercados bursátiles o de divisas podría hacer que los rendimientos en euros se sitúen por debajo de ese umbral. Pero los mercados alcistas (largos períodos de revalorización general de las acciones) siempre suceden a los bajistas. Encontramos muchas razones para pensar que la recuperación se encuentra cerca, si es que no está sucediendo ya, y que traerá consigo un 2023 mucho más positivo.

Pese a que las advertencias de los analistas financieros son numerosas, creemos que es fundamental recordar la famosa cita de Sir John Templeton que afirma que "los mercados alcistas nacen del pesimismo".³ En nuestra opinión, es importante tener en cuenta que el sentimiento negativo generalizado que creemos que está detrás de la caída de este año ha reducido las previsiones a niveles excesivamente bajos, lo que parece preparar a los mercados para las sorpresas positivas que normalmente dan comienzo a los mercados alcistas.⁴ Por tanto, encontramos muchos motivos para pensar que la recuperación pueda sorprender antes de lo previsto.

Uno de estos factores es el contexto político de EE. UU., ligado a las elecciones legislativas de mitad de mandato que se celebrarán en noviembre. Desde 1925 —año en el que, en nuestra opinión, empieza la serie de datos fiables del S&P 500—, los tres trimestres naturales que siguen al cuarto trimestre de los años de elecciones de mitad de mandato históricamente presentan las rentabilidades más positivas en comparación con cualquier otro período de tres trimestres consecutivos. Durante ese intervalo de nueve meses, la rentabilidad del S&P 500 alcanzó una media de 19,6 % y subió en el 91,7 % de las veces desde 1925.⁵ Puesto que existe un alto coeficiente de correlación entre la renta variable estadounidense y la del resto del mundo desarrollado, y que Estados Unidos conforma el 70 % de la capitalización bursátil del índice MSCI World, creemos que las elecciones de mitad de mandato probablemente beneficiarán los rendimientos a escala mundial.⁶ En nuestra opinión, si bien esta situación no es perfecta, tampoco es ninguna coincidencia, y creemos que guarda relación con el bloqueo político. El partido del presidente casi siempre ha perdido numerosos escaños durante las elecciones de mitad de mandato, lo que provoca que, a menudo, la oposición tome el control de la Cámara de Representantes o del Senado. Esto obstaculiza la aprobación de las reformas de calado que detestan los mercados, dado que cambian el panorama normativo y crean una dicotomía entre ganadores y perdedores.

A nuestro juicio, el entorno observado tras las elecciones de mitad de mandato no es el único factor positivo que tener en cuenta; la menguante incertidumbre política a nivel mundial, el alivio de las presiones en la cadena de suministro, el buen estado de los préstamos bancarios y el incremento de los importantes márgenes de beneficio de las empresas a pesar de la elevada

inflación (un aumento generalizado de los precios en toda la economía) son solo algunos de los factores que se deben considerar. Somos conscientes de que resaltar los aspectos positivos puede parecer demasiado optimista, pero coincidimos con la opinión que Ken Fisher expresó en su libro de 2006 *The Only Three Questions That Count*: la clave para invertir con éxito reside en comprender lo que otros son incapaces de percibir.

Si utilizamos nuestro análisis de las encuestas sobre el sentimiento inversor como un indicador, observamos que, cuando los inversores atraviesan períodos poco favorables, parecen olvidar la rapidez y la fuerza con que puede repuntar la renta variable. Esto ya sucedió en 2020, cuando el MSCI World subió un 49,5 % entre el mínimo alcanzado en marzo durante la pandemia y el final del año.⁷ Sobre la base de las últimas encuestas de sentimiento y de nuestra interpretación de los análisis financieros, creemos que los inversores están olvidando los aspectos positivos, lo que conduce a un fenómeno que denominamos *pesimismo de la desconfianza* —un término acuñado por Ken Fisher para describir la tendencia de los análisis financieros a poner de relieve las malas noticias y a ignorar las positivas o a considerarlas futuros problemas—. Llevamos mucho tiempo observando esta tendencia predominante al final de los mercados bajistas y al principio de los alcistas, y la hemos visto en los debates actuales que los analistas financieros han mantenido sobre la inflación, las subidas de los tipos de interés por parte de las instituciones de política monetaria y el riesgo de recesión (es decir, el riesgo de una contracción de la producción económica general). Cuando la inflación empezó a ralentizarse en EE. UU., los analistas financieros a los que seguimos advirtieron que el verdadero problema no eran los precios de consumo, sino que la inflación no se estaba ralentizando lo suficiente como para evitar una subida de tipos draconiana que hundiera la economía mundial.⁸

Casi todas las mediciones indican que el sentimiento es notablemente pesimista, lo que, según nuestros análisis, prepara el terreno para un mercado alcista.⁹ Algunos de los analistas que seguimos señalan la importante ausencia de capitulación (ventas violentas en medio de un contexto de fuertes salidas del mercado y baja liquidez general) y sostienen que esto indica nuevos descensos. Sin embargo, nuestros análisis históricos muestran que la capitulación no siempre coincide con los mínimos del mercado bajista, tal y como creemos que demuestran los mercados bajistas estadounidenses de 1966 y 1982.¹⁰ En nuestra opinión, la actual búsqueda de capitulación es un signo del profundo pesimismo generalizado que no tiene en consideración las características del contexto actual. Vender una acción solo constituye una parte de la transacción. En general, si nos basamos en nuestra evaluación de los rendimientos recientes de una amplia gama de clases de activos, ninguno de ellos validará la opinión de los inversores pesimistas. Por lo general, la capitulación se produce cuando el pánico generalizado induce a los inversores a vender en masa para abandonar el mercado y centrarse en valores más seguros. ¿Dónde se encuentran los "valores refugio líquidos" en la actualidad? Ninguno de los habituales nos parece viable a día de hoy. Los bonos y el oro también han bajado, las criptomonedas se están desplomando y la inflación está erosionando el poder adquisitivo de los instrumentos líquidos.¹¹ Esta sería la parte negativa. La buena noticia es que, según nuestra experiencia, cuando el sentimiento está deprimido, la realidad no necesita ser perfecta para dar lugar a una sorpresa positiva. Por ejemplo, aunque la economía mundial no está exenta de problemas, si nos basamos en nuestros análisis de una amplia gama de datos recientes, la realidad resulta ser más halagüeña de lo que muchas noticias implican. Consideramos que la renta variable fluctúa en función de la diferencia entre las expectativas de los inversores y la realidad. En nuestra opinión, esta diferencia es muy amplia en este momento.

Índice

Se dan las condiciones para una recuperación	4
Los cimientos de un nuevo mercado alcista	4
La historia como guía	4
El arraigado pesimismo de la desconfianza	5
Esperando una capitulación que nunca llega	6
Descifrar el indescifrable <i>milagro de las elecciones de mitad de mandato</i>	8
¿Y este año?	10
La comparación con 1966	11
La incertidumbre política probablemente también caiga fuera de Estados Unidos	12
El Reino Unido	12
Italia	13
Suecia	14
Existen aspectos muy positivos listos para afianzarse	15
Se subestima la resiliencia de los márgenes de beneficio	15
La aceleración del crecimiento de los préstamos pasa desapercibida	17
Los principales cuellos de botella de la oferta mundial se han aflojado, con poca fanfarria	18
Evaluación de los riesgos principales	19
Las presiones de los precios en perspectiva	19
Oferta monetaria	20
Indicadores de la inflación futura basados en el mercado	21
¿Y la política monetaria?	22
Las sanciones no han producido escasez	23
El problema de la energía en Europa	23
Anexo	25

Se dan las condiciones para una recuperación

En estas Perspectivas de los mercados se examinarán las cuestiones que creemos que están afectando a la renta variable este año, pero primero miremos hacia el futuro. Al hacerlo, nos parece que se dan las condiciones para un gran repunte. No restamos importancia a los problemas económicos de hoy, pero nuestro análisis histórico muestra que las acciones a menudo se recuperan rápidamente de períodos negativos como el de este año.¹² Según nuestros estudios, su temprano repunte suele ser más rápido y mayor de lo que la mayoría de los analistas consideran probable, y comienza mucho antes de que los datos económicos reflejen una mejora.

Los cimientos de un nuevo mercado alcista

Tras el repunte estival, la nueva caída de la renta variable mundial ha llevado a muchos observadores a advertir de que lo peor está por llegar.¹³ En nuestra opinión, es posible. Pero también es posible que el mercado bajista de renta variable mundial en dólares de Estados Unidos esté formando un fondo en forma de W.¹⁴ El hecho de que el mercado vuelva a poner a prueba mínimos anteriores y luego rebote no carece de precedentes.

Consideremos las acciones de la eurozona en 2011 y 2012, durante el mercado bajista que acompañó la crisis de deuda de la región.¹⁵ Después de que el índice MSCI Economic and Monetary Union (EMU) marcara un mínimo el 22 de septiembre de 2011, se recuperó y luego volvió a poner a prueba ese nivel dos veces durante los ocho meses y medio siguientes.¹⁶ Pero en los 12 meses posteriores a la última puesta a prueba del 4 de junio de 2012, las acciones de la zona euro aumentaron un 36,6 %.¹⁷ Para el 3 de mayo de 2013 ya habían vuelto a alcanzar los máximos anteriores a la crisis, incluso a pesar de que el bloque permaneció en recesión hasta el segundo trimestre de 2013.¹⁸ A nuestro juicio, el hecho de que el mercado de renta variable haya descendido este otoño no nos dice mucho sobre el futuro.

La historia como guía

Nuestro análisis histórico muestra que los mercados alcistas comienzan rápidamente, tanto si la recuperación es en forma de V como si es en forma de W, y si bien el descenso final a menudo es rápido, la recuperación también lo es, y se mantiene, como lo atestiguan las rentabilidades registradas desde la segunda guerra mundial en los mercados alcistas reflejados por el nuevo índice S&P 500 en dólares estadounidenses (utilizado aquí debido a su prolongado conjunto de datos).

Figura 1. Los mercados alcistas comienzan a lo grande

Fecha de inicio del mercado alcista	Rentabilidad 1 mes después	Rentabilidad 3 meses después	Rentabilidad 6 meses después
13/6/1949	9,0 %	16,2 %	22,8 %
22/10/1957	4,8 %	5,7 %	9,8 %
26/6/1962	8,5 %	7,3 %	20,5 %
7/10/1966	10,3 %	12,3 %	22,1 %
26/5/1970	6,0 %	17,2 %	22,8 %
3/10/1974	18,6 %	13,5 %	30,9 %
12/8/1982	18,1 %	36,2 %	44,1 %
4/12/1987	14,3 %	19,4 %	19,0 %
11/10/1990	6,2 %	6,7 %	27,8 %
9/10/2002	15,2 %	19,4 %	11,5 %
9/3/2009	26,6 %	39,3 %	52,7 %
23/3/2020	25,0 %	40,0 %	44,7 %
Rentabilidad media	13,6 %	19,4 %	27,4 %

Fuente: Global Financial Data, Inc., a 20/7/2022. Rentabilidad del S&P 500 sin reinversión de dividendos, del 13/6/1949 al 31/12/2020. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

Creemos que el mercado bajista de 2020 constituye un caso digno de estudio. La renta variable cayó un 33,8 % en solo un mes, y tocó fondo el 23 de marzo.¹⁹ Sin embargo, a partir de entonces se disparó, a pesar de la pandemia, de los nuevos confinamientos y de la falta de datos que confirmaran el alcance del impacto económico. El MSCI World subió un 49,5 % entre el 23 de marzo y el final del año.²⁰

En nuestra experiencia, los mercados alcistas suelen comenzar en el momento menos pensado. La recuperación hasta los máximos anteriores por lo general también se produce antes de lo previsto, una mediana de 9,8 meses desde 1925 según el S&P 500 en USD.²¹ Ahora bien, esa cifra varía considerablemente, y las oscilaciones monetarias añaden otro factor de variabilidad para los inversores europeos. No obstante, creemos que esto pone de manifiesto la capacidad de la renta variable para recuperarse rápidamente.

El arraigado pesimismo de la desconfianza

Si lo anterior suena demasiado optimista, en nuestra opinión quizá se deba a que reina el fenómeno al que Ken Fisher llama el *pesimismo de la desconfianza*. Cuando este fenómeno predomina, los analistas reflejan todas las noticias como acontecimientos negativos. Las malas noticias se enmarcan en presagios sombríos; por ejemplo, cuando el producto interior bruto trimestral de Estados Unidos (PIB, una medición del crecimiento económico efectuada por el Gobierno) se contrajo a principios de este año debido a factores de escasa importancia, como los inventarios y el aumento de las importaciones, muchos argumentaron que ello presagiaba una grave recesión y que el consumo y la inversión se derrumbarían.²² Del mismo modo, los acontecimientos positivos se toman como negativos; por ejemplo, los analistas que seguimos argumentan que los sólidos datos de empleo significan que los responsables de las políticas monetarias seguirán subiendo los tipos de interés, lo que constituirá un golpe para la renta variable y la economía.

Otras manifestaciones del pesimismo de la desconfianza que hemos visto en las publicaciones financieras: los analistas argumentan que el hecho de que las ventas minoristas hayan sido mejores de lo previsto en Estados Unidos se debe a las rebajas del inicio del curso escolar, y que la contracción regresará en breve. La caída de los precios del petróleo y la gasolina supuestamente indica la debilidad de la demanda y una recesión inminente, no la resiliencia de la oferta. La atención prestada a las conocidas dificultades en las cadenas de suministro (por ejemplo, la política de cero COVID-19 aplicada por China) eclipsa las pruebas que indican un *alivio* de las presiones. Y así sucesivamente.

Esperando una capitulación que nunca llega

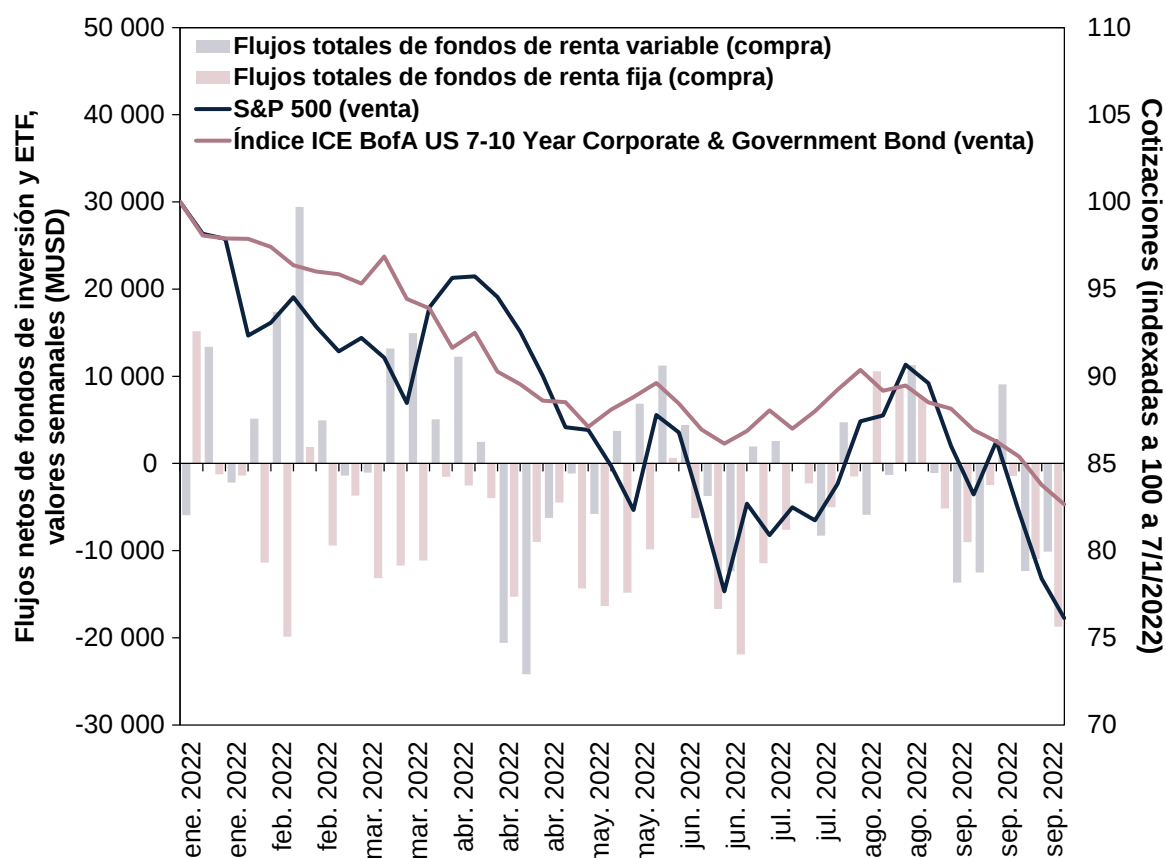
A nuestro juicio, uno de los mejores ejemplos del pesimismo de la desconfianza son las advertencias generalizadas de los analistas que seguimos acerca de la aparente falta de capitulación —las ventas masivas de acciones debido al pánico de los inversores—. Dado que los mercados bajistas generalmente terminan de esta manera, muchos analistas afirman que su ausencia significa que las acciones deben caer aún más. No estamos de acuerdo. Según nuestro análisis, la capitulación ocurre *a menudo*, pero no *siempre*. Creemos que la capitulación de la renta variable es poco probable en este contexto.

Los analistas retratan la capitulación como si los inversores abandonaran las acciones y listo, como si olvidaran que salir de un activo requiere entrar en otro. Sin embargo, al observar los datos se constata que los típicos valores refugio no están a la altura de su reputación. En nuestra opinión, no hay ningún refugio evidente para los inversores.

Bonos

Los bonos son el destino lógico cuando las acciones sufren. Sin embargo, también han caído este año. Aunque el índice Bloomberg Global Aggregate Bond, un indicador de la deuda corporativa y gubernamental de 24 naciones, haya bajado solo un 9 % (en euros) desde su máximo posterior a la pandemia de mayo de 2020, su caída en dólares desde su máximo relativo de enero de 2021 es tremenda: un 23,8 %.²³ Los bonos estadounidenses, que suelen ser el valor refugio preferido en todo el mundo, también han descendido desde sus máximos: el índice ICE BofA US Treasury ha caído un 17,3 % en dólares y los bonos del Tesoro a largo plazo han bajado un 37,9 %, y los valores del Tesoro a medio plazo protegidos contra la inflación han descendido un 16,4 %.²⁴

Muchos de los analistas financieros que seguimos advierten de que los tipos seguirán aumentando, lo que probablemente provocará un éxodo. Este año los inversores han retirado más dinero de los bonos que de las acciones.²⁵ Cuando la renta variable estadounidense registró nuevos mínimos en el mercado bajista a finales de septiembre, a la vez que la gran volatilidad de los mercados de bonos del Reino Unido se propagaba a nivel mundial, la venta de bonos volvió a superar la venta de acciones, ya que los crecientes rendimientos desencadenaron las ventas.²⁶ En todo caso, opinamos que la capitulación parece estar produciéndose en el mercado de bonos.

Figura 2. Flujos de fondos de inversión y rentabilidad hasta finales de septiembre

Fuente: FactSet, a 7/10/2022. Flujos netos totales estimados de fondos de inversión de renta fija y renta variable y de ETF, valores semanales, del 7/1/2022 al 30/9/2022, y rentabilidad de los índices S&P 500 e ICE BofA US Corporate & Government 7-10 Year con reinversión de dividendos, valores semanales, del 31/12/2021 al 30/9/2022. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar y el euro pueden influir en el rendimiento de una inversión al alza o a la baja. Véase el anexo que figura en la página 26 para consultar el gráfico a largo plazo de este índice.

Oro

El oro, otro popular valor refugio, cumplió su papel a principios de este año, ya que repuntó un 18,1 % hasta principios de marzo.²⁷ Sin embargo, a partir del 8 de marzo cayó un 9 %, es decir, se comportó peor que la renta variable mundial, la cual descendió un 4,6 %.²⁸ Su poder para protegerse contra la inflación, la geopolítica y la volatilidad es un mito.

Efectivo

La inflación se está alimentando del dinero en efectivo. El tipo de interés medio de los depósitos a un día en la eurozona es de solo el 0,01 %, muy por debajo de la tasa de inflación de los precios de consumo.²⁹ La tasa media de los depósitos a plazo es del 0,48 %, una cifra que también es profundamente negativa si se tiene en cuenta la inflación.³⁰ Dudamos que sean muchos los inversores que huyan de la renta variable (la cual *podría* ser negativa, o no) debido a una pérdida de poder adquisitivo.

El efecto divisa

El diferencial cambiario ha amortiguado los efectos de la peor parte del mercado bajista para muchos inversores mundiales. Cuando el dólar sube, los inversores en el extranjero reciben la rentabilidad de las acciones estadounidenses más el aumento del dólar en relación con su moneda local. En lo que va de año, la rentabilidad en dólares del MSCI World ha sido del -25,4 %, mucho peor que su rentabilidad en euros (-13,4 %), libras (-9,5 %) y yenes (-6,3 %).³¹ Las rentabilidades locales cuentan una historia similar. Los mercados de renta variable de la eurozona son bajistas tanto en euros como en dólares, aunque la caída en euros es menor (entre el 22,3 % y el 33,1 %).³² Varios índices nacionales, como los de Gran Bretaña, Australia, Japón y Canadá, registran retrocesos o correcciones de apenas un solo dígito (caídas de entre el 10 % y el 20 % impulsadas por el sentimiento) en su moneda local. En esas naciones puede que los inversores ni siquiera experimenten un mercado bajista. ¿Por qué irían a entrar en pánico y vender sus acciones?

Figura 3. La fortaleza del dólar está agudizando los descensos en algunos países

	Rentabilidad anual de la renta variable hasta la fecha (en la moneda local)	Rentabilidad anual de la renta variable hasta la fecha (en USD)
Reino Unido	-6,6 %	-23,0 %
Australia	-7,4 %	-18,1 %
Japón	-7,5 %	-26,4 %
Canadá	-11,8 %	-18,9 %
EE. UU.	-25,1 %	-25,1 %

Fuente: FactSet, a 1/10/2022. Rentabilidad de los índices MSCI Reino Unido IMI, EE. UU., Australia, Japón y Canadá con reinversión de dividendos netos en las monedas locales y USD, del 31/12/2021 al 30/9/2022.

Puede que algunos analistas argumenten que esto indica que aún queda mucho recorrido a la baja, pero creemos que es poco probable. En nuestra opinión, parece más bien un síntoma de este mercado bajista impulsado por el sentimiento y similar a una corrección, alimentado por una avalancha de temores, incluidos los debidos a la fortaleza del dólar.

Es muy posible que este mercado bajista termine como los de 1966 y 1982, que carecieron de capitulación. Las controversias políticas y las preocupaciones económicas actuales se hacen eco de la agitación registrada en 1966, a la que nos referiremos en breve. El año 1982, en el que también se celebraron elecciones a medio plazo en Estados Unidos, se caracterizó por una gran inflación, por las elevadas tasas de interés y por los temores sobre una recesión. Sin embargo, esa situación no impidió el surgimiento de un nuevo mercado alcista: si bien este período fue anterior al euro, la renta variable mundial aumentó un 313,7 % en dólares estadounidenses hasta el máximo de agosto de 1987.³³ Puede que haya quienes argumenten que eso se debió a que la inflación —y los tipos— iban en descenso. Pero eso no estaba claro en aquel momento, al igual que no lo está hoy.

Descifrar el indescifrable milagro de las elecciones de mitad de mandato

Nuestros análisis políticos son deliberadamente apartidistas. No apoyamos a ningún político ni partido y evaluamos los acontecimientos exclusivamente según su impacto potencial en el mercado.

El 8 de noviembre tendrá lugar un acontecimiento que, a nuestro entender, impulsará la renta variable durante al menos la primera mitad de 2023: las elecciones legislativas de mitad de

mandato en EE. UU. Hoy en día, este asunto genera una gran polémica. Pero creemos que probablemente darán lugar a un Gobierno dividido incapaz de aprobar una legislación controvertida, una situación ideal para la renta variable, en nuestra opinión. Como se muestra en la figura 4, esto normalmente da como resultado una gran rentabilidad durante el primer semestre del año siguiente, y su efecto a menudo se propaga al plano mundial debido a la estrecha correlación que existe entre los mercados desarrollados.³⁴ La disminución de la incertidumbre política mundial probablemente constituirá un beneficio añadido.

Si bien los mercados bajistas no son la regla durante las elecciones de mitad de mandato, sí que lo es que la rentabilidad sea escasa durante el período previo a ellas. Al observar el S&P 500, un índice que empleamos debido a su prolongado registro de datos fiables, que se remonta a 1925, encontramos que la renta variable de Estados Unidos arrojó, en promedio, una rentabilidad del 1 %, el -0,3 % y el 0,6 %, respectivamente, en los tres trimestres anteriores a las elecciones, probablemente porque la tensión del ambiente agitó el sentimiento.³⁵ Aumentó solo el 48 %, el 56 % y el 60 % del tiempo.³⁶ (Figura 4)

Pero a continuación el panorama se invierte. En el cuarto trimestre, la rentabilidad media es del 6,3 %, y el mercado sube el 83,3 % del tiempo.³⁷ La positividad se extiende al primer y al segundo trimestre siguientes, que promedian una rentabilidad del 6,6 % y el 5,5 %, respectivamente.³⁸ Las acciones subieron el 87,5 % del tiempo durante cada uno.³⁹ En total, el período de nueve meses que va del cuarto trimestre de los años de elecciones de mitad de mandato hasta el mes de junio siguiente, el intervalo durante el cual se produce lo que denominamos como el "milagro de las elecciones de mitad de mandato", arroja *la mejor rentabilidad de la historia* —un promedio de ganancias del 19,6 %— y es *el más persistentemente positivo*, ya que se registran subidas el 91,7 % del tiempo.⁴⁰

A nuestro juicio, no es una coincidencia. Creemos que la renta variable no se inclina por ningún partido. En nuestra opinión, no le gustan los extremos. Prefiere el estancamiento político, el cual por lo general aumenta debido a las elecciones de mitad de mandato. El estancamiento a menudo bloquea las iniciativas legislativas extremas que pueden complicar la planificación empresarial y la inversión. Habitualmente, las medidas legislativas de gran trascendencia generan ganadores y perdedores, y las finanzas conductuales enseñan que a los perdedores estadounidenses les duelen las pérdidas más del doble de lo que los ganadores aprecian unas ganancias equivalentes.⁴¹ La mayoría de las veces, el estancamiento, especialmente en el plano partidario, bloquea esas leyes. Creemos que esos nueve meses de estancamiento son un período muy favorable para la renta variable.

Figura 4. El milagro de las elecciones de mitad de mandato, por trimestre

Año de elecciones de mitad de mandato	T1 del año de elecciones de mitad de mandato	T2 del año de elecciones de mitad de mandato	T3 del año de elecciones de mitad de mandato	T4 del año de elecciones de mitad de mandato	Siguiente T1	Siguiente T2	Siguiente T3	Siguiente T4
1926	-9,1 %	8,9 %	10,1 %	2,0 %	4,6 %	7,3 %	16,1 %	5,2 %
1930	18,4 %	-17,8 %	-8,2 %	-16,4 %	10,2 %	-9,9 %	-33,6 %	-14,8 %
1934	7,4 %	-8,0 %	-6,2 %	5,4 %	-9,9 %	22,1 %	14,4 %	17,0 %
1938	-17,8 %	38,5 %	7,3 %	9,0 %	-16,0 %	0,0 %	21,4 %	-2,9 %
1942	-5,9 %	5,8 %	8,5 %	12,1 %	20,1 %	8,0 %	-0,9 %	-2,1 %
1946	5,1 %	2,9 %	-18,0 %	3,5 %	0,3 %	1,5 %	0,5 %	2,7 %
1950	4,9 %	4,0 %	11,9 %	6,9 %	6,7 %	-0,3 %	12,8 %	3,8 %
1954	10,1 %	9,8 %	11,9 %	12,6 %	2,8 %	13,3 %	7,5 %	5,1 %
1958	6,4 %	8,5 %	11,6 %	11,2 %	1,2 %	6,3 %	-2,0 %	6,1 %
1962	-2,1 %	-20,6 %	3,7 %	13,1 %	6,4 %	5,0 %	4,2 %	5,4 %
1966	-2,7 %	-4,3 %	-8,8 %	5,9 %	13,2 %	1,3 %	7,5 %	0,5 %
1970	-1,8 %	-18,0 %	17,1 %	10,3 %	9,7 %	0,2 %	-0,6 %	4,6 %
1974	-2,8 %	-7,6 %	-25,2 %	9,3 %	23,0 %	15,4 %	-10,9 %	8,6 %
1978	-4,9 %	8,5 %	8,7 %	-5,0 %	7,1 %	2,6 %	7,6 %	0,1 %
1982	-7,3 %	-0,6 %	11,5 %	18,3 %	10,0 %	11,1 %	-0,2 %	0,4 %
1986	14,1 %	5,9 %	-7,0 %	5,6 %	21,3 %	5,0 %	6,6 %	-22,5 %
1990	-3,0 %	6,3 %	-13,7 %	9,0 %	14,5 %	-0,2 %	5,3 %	8,4 %
1994	-3,8 %	0,4 %	4,9 %	0,0 %	9,7 %	9,5 %	7,9 %	6,0 %
1998	13,9 %	3,3 %	-9,9 %	21,3 %	5,0 %	7,0 %	-6,2 %	14,9 %
2002	0,3 %	-13,4 %	-17,3 %	8,4 %	-3,1 %	15,4 %	2,6 %	12,2 %
2006	4,2 %	-1,4 %	5,7 %	6,7 %	0,6 %	6,3 %	2,0 %	-3,3 %
2010	5,4 %	-11,4 %	11,3 %	10,8 %	5,9 %	0,1 %	-13,9 %	11,8 %
2014	1,8 %	5,2 %	1,1 %	4,9 %	1,0 %	0,3 %	-6,4 %	7,0 %
2018	-0,8 %	3,4 %	7,7 %	-13,5 %	13,6 %	4,3 %	1,7 %	9,1 %
2022	-4,6 %	-16,1 %	-4,9 %					
Rentabilidad media	1,0 %	-0,3 %	0,6 %	6,3 %	6,6 %	5,5 %	1,8 %	3,5 %
Rentabilidad media positiva	7,7 %	8,0 %	8,9 %	9,3 %	8,9 %	6,8 %	7,9 %	6,8 %
Rentabilidad media negativa	-5,1 %	-10,8 %	-11,9 %	-8,7 %	-9,7 %	-3,5 %	-8,3 %	-9,1 %
Porcentaje de rentabilidades positivas	48,0 %	56,0 %	60,0 %	83,3 %	87,5 %	87,5 %	62,5 %	79,2 %

Fuente: Global Financial Data, Inc., and FactSet, a 7/10/2022. Rentabilidad del índice S&P 500 con reinversión de dividendos, del T1 de 1926 al T3 de 2022. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

Este efecto tiende a propagarse por todo el mundo. En los 20 años terminados en el tercer trimestre, la correlación semanal entre la rentabilidad del MSCI EMU y la del S&P 500 es de 0,81.⁴² Teniendo en cuenta que 1,00 significa un movimiento idéntico y que -1,00 exactamente lo contrario, esa cifra indica que las acciones europeas y estadounidenses tienden a moverse al unísono. Para realizar el cálculo se usa la moneda de cada nación, lo que pone de manifiesto que la correlación se mantiene independientemente de las fluctuaciones monetarias. Al margen de esta cuestión, la correlación entre el MSCI World Ex. USA y el S&P 500 es aún mayor: 0,84.⁴³

¿Y este año?

Ahora que llegan las elecciones de mitad de mandato, los demócratas tienen una ventaja minúscula en ambas cámaras del Congreso,⁴⁴ por lo que creemos que es muy probable que pierdan una o ambas contra los republicanos.

Los límites de las circunscripciones electorales se redefinen cada diez años. En la Cámara de Representantes, la definición actual, basada en el censo de 2020, favorece a los republicanos, al igual que la ventaja que supone la titularidad.⁴⁵ Los titulares de los escaños suelen tener una ventaja en la Cámara.⁴⁶ Pero entre los escaños que se considera que están en juego existen 19 escaños actualmente demócratas sin ningún titular que aspire a la reelección, frente a 7 en el caso de los republicanos.⁴⁷ También es habitual que el partido del presidente pierda escaños en las elecciones de mitad de mandato.⁴⁸ Este Congreso comenzó con los demócratas al cuidado de una ventaja históricamente pequeña de 10 escaños.⁴⁹ Las dimisiones de

septiembre los redujeron a ocho. De media, el partido presidencial pierde 27 escaños a mitad de mandato.⁵⁰ Después de la segunda guerra mundial los presidentes cuya popularidad se encuentra por debajo de la media, como es el caso de Biden actualmente, han perdido una media de 38 escaños en las elecciones de mitad de mandato.⁵¹

No creemos probable que los republicanos logren eso, pero no porque los votantes estén descontentos con ellos. Los republicanos solo se centraron en los objetivos más fáciles en 2020 y en las elecciones parciales, de ahí la pequeña mayoría de los demócratas. Aun así, creemos que conseguirán escaños suficientes para invertir el control. En nuestra opinión, esto por sí solo generaría el estancamiento.

Para invertir el control en el Senado, los republicanos deben ganar solo un escaño neto.⁵² Tal vez parezca más fácil que hacerlo en la Cámara de Representantes, pero la estructura y la ventaja de la titularidad favorecen que los demócratas conserven el control.

De los 35 escaños del Senado en disputa este año, a lo sumo 10 parecen ser objetivos de cambio realistas (Arizona, Colorado, Florida, Georgia, Nevada, New Hampshire, Carolina del Norte, Ohio, Pensilvania y Wisconsin).⁵³ Tres de los cinco escaños republicanos están abiertos —ninguno de sus ocupantes aspira a la reelección—. Los cinco titulares de los escaños demócratas se postulan a la reelección. En nuestra opinión, eso es una ventaja para los demócratas, considerando que los republicanos deben presentar una defensa casi perfecta para poder tener alguna posibilidad realista de controlar el Senado. Las últimas encuestas también favorecen ligeramente a los demócratas, aunque esto nos parece menos significativo, ya que en las elecciones recientes los candidatos republicanos con frecuencia han obtenido mejores resultados que los augurados por las encuestas finales.⁵⁴

Si, como creemos probable, la tendencia en la Cámara de Representantes se mantiene, los resultados en el Senado tendrán menos importancia. A nuestro juicio, en ambos casos se producirá el tradicional estancamiento. Aunque esto no significa que no se apruebe nada, lo que se aprueba por lo general no es muy controvertido, ya que en Estados Unidos el acuerdo bipartidista debe ser sólido. Una legislación así es menos probable que genere ganadores y perdedores suficientes para que los perdedores la odien más de lo que los ganadores la aprecian. Por tanto, la aversión al riesgo político se desvanece, y se produce el milagro de las elecciones de mitad de mandato.

La comparación con 1966

Muchos analistas afirman que nos encontramos en un período nuevo y sin precedentes, más aterrador y polarizado que en el pasado, lo que hace improbable una recuperación rápida del mercado de renta variable. Pero consideremos lo ocurrido en 1966. No solo sucedió que el mercado bajista finalizó sin capitulación, sino que el entorno político estadounidense estaba extremadamente polarizado.⁵⁵ El movimiento por los derechos civiles constituye un ejemplo obvio, y la cuestión seguía debatiéndose acaloradamente tras la histórica Ley de 1964 y los disturbios en Los Ángeles que tuvieron lugar el año siguiente. La guerra de Vietnam y las protestas contra ella también se estaban intensificando. El Comité de Actividades Antiamericanas de la Cámara de Representantes investigaba el discurso y las tendencias políticas de los ciudadanos estadounidenses, lo que contribuyó a impulsar los movimientos en favor de la libertad de expresión y las libertades civiles.

El movimiento por los derechos de las mujeres también presionaba en favor de que se incluyera la igualdad de acceso a la educación y al empleo en la legislación laboral. Este tumulto hizo

caer en picado la popularidad del presidente Lyndon Johnson. Al asumir su mandato, Johnson era extremadamente popular y muy querido tras el asesinato de John F. Kennedy, pero para finales de septiembre de 1966, su índice de aprobación se encontraba por debajo de la media.⁵⁶ Su partido, el partido demócrata, perdió 47 escaños en las elecciones de mitad de mandato de ese año.⁵⁷ Si bien su ventaja siguió siendo considerable —248 escaños demócratas frente a 187 republicanos—, muchos eran miembros conservadores de los estados del sur, que solían votar a los republicanos.⁵⁸ Diecisiete meses después, Johnson decidió no presentarse a la reelección tras estar a punto de perder las primarias de New Hampshire.

Mientras tanto, siguió registrándose un mercado bajista poco profundo y sin recesión (–22,2 % en USD), el cual, según nuestro análisis de las condiciones en ese momento, terminó sin capitulación.⁵⁹ Si bien detectar la capitulación es más un arte que una ciencia, en nuestra opinión, el mercado bajista del S&P 500 que tuvo lugar del 9 de febrero al 7 de octubre careció de muchas de las señales típicas. De acuerdo con nuestros análisis, la capitulación generalmente se manifiesta en una fuerte caída de los índices principales, un alto porcentaje de acciones en mínimos de 52 semanas y salidas masivas de la renta variable. Además, es habitual que se presenten problemas de liquidez, como lo demuestran las grandes oscilaciones intradía y un aumento repentino del volumen después de un tramo de volumen relativamente bajo. Según nuestros análisis, la recesión de ocho meses de 1966 no presentó ninguna de estas características.

Entonces, como ahora, la elevada inflación preocupaba a la Reserva Federal de los Estados Unidos (la Fed), que utilizó una serie de herramientas para endurecer drásticamente la política. Aumentó en un 50 % el tipo de interés de los fondos federales, que pasó del 4 % en noviembre de 1965 al 6 % en octubre de 1966.⁶⁰ Para ralentizar el crecimiento de los préstamos y la oferta monetaria, aumentó la reserva requerida en la misma proporción, un potente movimiento que la Fed actual no ha aplicado, puesto que abandonó los requisitos de reserva en 2020 y no los ha restablecido.⁶¹ El 4 de octubre de 1966, tres días antes de que comenzara un nuevo mercado alcista, la Fed se reunió y reafirmó que mantendría una política restrictiva "con miras a mantener condiciones rigurosas pero equilibradas en el mercado monetario".⁶² Así es, el nuevo mercado alcista comenzó *antes* de que la Fed relajara su política y cambiara de rumbo, una cuestión que, en nuestra opinión, deberían tener en cuenta aquellos que ven la flexibilización como un requisito previo para la recuperación del mercado en la actualidad.

La incertidumbre política probablemente también caiga fuera de Estados Unidos

Creemos que es probable que la política internacional también contribuya al estancamiento y a la disminución de la incertidumbre, ya que varios acontecimientos ampliamente observados aportarán una mayor claridad en el cuarto trimestre.

El Reino Unido

El cambio político caracterizó el tercer trimestre en Gran Bretaña, y ahora que el Reino Unido tiene su tercer primer ministro del año persisten los temores de que se produzcan más tumultos en el futuro. Durante el verano, tras una serie de escándalos que derribaron al primer ministro Boris Johnson, la contienda por el liderazgo del Partido Conservador enfrentó al exministro de Hacienda, Rishi Sunak, contra la exsecretaria de Relaciones Exteriores, Liz Truss. Sunak era el candidato preferido de los diputados conservadores, pero los miembros de base del partido favorecieron abrumadoramente a Truss, que a principios de septiembre se convirtió en líder del partido y primera ministra.

La campaña de Truss se centró en gran medida en el recorte de impuestos y la desregulación, en un aparente esfuerzo por superar a Sunak por la derecha. Cuando ganó, los analistas de todo el mundo advirtieron que adoptar una política económica "desenfrenada" pondría a Gran Bretaña en un camino insostenible, una advertencia que, en nuestra opinión, obedecía más a motivos partidistas que a un análisis político objetivo. La situación llegó a su punto álgido a finales de septiembre y principios de octubre, cuando las consecuencias de las políticas económicas propuestas por Truss y el ministro de Hacienda provocaron un enorme caos financiero y político. Los índices de las encuestas de opinión sobre Truss y los conservadores se hundieron cuando economistas y políticos rivales afirmaron que su paquete de medidas (modestos recortes de impuestos, alivio de los costes energéticos para los hogares y una ligera desregulación) aceleraría la inflación y haría que la deuda del Reino Unido aumentara vertiginosamente. No estamos de acuerdo con ese análisis, pero las acusaciones de irresponsabilidad fiscal se mantuvieron, lo que llevó a Truss a desechar la mayoría de sus propuestas y, finalmente, a dimitir el 20 de octubre. Así comenzó otra breve carrera por el liderazgo, que terminó con el nombramiento de Sunak después de que sus contendientes abandonaran la escena.

La mayoría de los analistas retratan a Sunak como un centrista fiable y respetuoso con el mercado, y atribuyen la recuperación en los mercados de bonos del Reino Unido a su relevo de Truss. En nuestra opinión, esto atribuye demasiada importancia al personaje y sobrevalora lo que creemos que fue un sobresalto de ambas partes, alimentado por el sentimiento. En cualquier caso, por ahora la incertidumbre está disminuyendo. Sunak ha constituido su gabinete y prometido prudencia fiscal; la mayor parte de su atención probablemente se dirigirá a curar las heridas internas del partido y a defenderse de los llamamientos de la oposición a unas elecciones generales. En nuestra opinión, lo más probable es que este proceso dé lugar a un estancamiento, y que este alivie el riesgo legislativo. Unas elecciones anticipadas serían probablemente contraproducentes, pero, en nuestra opinión, es poco probable que estas se produzcan a corto plazo.

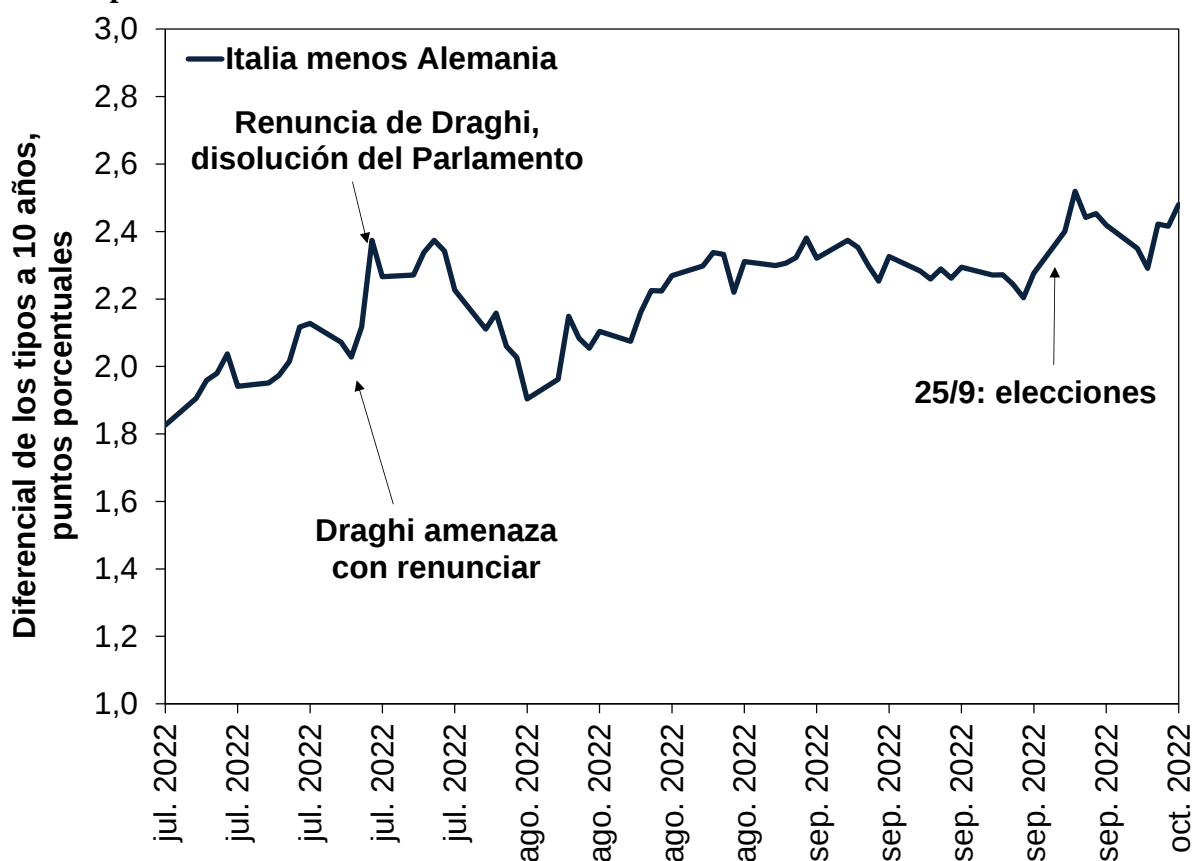
Italia

En Italia, el expresidente del Banco Central Europeo (BCE) y primer ministro Mario Draghi renunció a su cargo tecnocrático no elegido en julio, y se convocaron elecciones para septiembre. Los euroescépticos Hermanos de Italia y su líder, Giorgia Meloni, encabezaron las encuestas, lo que sugería que esta formaría una coalición. Muchos observadores advirtieron de que el partido, al que la mayoría de los analistas consideraban descendiente de los fascistas de Benito Mussolini, causaría problemas con la Unión Europea y que podría hacer peligrar la financiación energética de emergencia y crearía turbulencias en los mercados de deuda que Draghi había conseguido contener. Se habló de que los Hermanos de Italia y dos posibles socios de la coalición formarían una supermayoría, lo que facilitaría la reformulación de la Constitución y podría provocar una nueva crisis de deuda europea.

Sin embargo, los socios de la coalición no lograron una supermayoría, aunque sí obtuvieron la mayoría y formaron un Gobierno de centroderecha. A nuestros ojos, es poco probable que se produzca una crisis de deuda. Los tipos de los bonos italianos a 10 años han subido un poco desde que Draghi amenazó con dimitir el 14 de julio, pero el diferencial entre ellos y los rendimientos alemanes –un indicador habitual del riesgo crediticio– no se ha disparado. (Figura 5) Los tipos de los bonos gubernamentales italianos a 10 años en realidad solo están ligeramente por encima de los de Estados Unidos,⁶³ algo que tiene sentido para nosotros. Por un lado, el pago de intereses en Italia ha disminuido: en la década de 1990 representaba el 43 % de los ingresos fiscales anuales, y en el cierre del segundo trimestre suponía un 12,4 %.⁶⁴

Además, no es la primera vez que los analistas que seguimos hacen advertencias euroescépticas acerca de Italia, pero siempre han demostrado ser exageradas. En este caso, creemos que los rumores se han sobrevalorado desde el principio. En primer lugar, la percepción generalizada de los lazos históricos de Hermanos de Italia no refleja sus posiciones políticas actuales. En su campaña, Meloni se presentó como una figura moderada con posturas acordes con las de Bruselas, incluido el apoyo a Ucrania. Por último, los tres partidos en el Gobierno no están de acuerdo en muchas cuestiones, lo que podría dificultar la actividad legislativa. Creemos que los inversores que albergan tales temores están condicionados por los recuerdos de los eventos que tuvieron lugar a mediados de la década de 2010.

Figura 5. El diferencial entre el rendimiento de los bonos alemanes y el de los italianos no se ha disparado



Fuente: FactSet, a 10/10/2022. Diferencial entre el rendimiento de los bonos italianos y los bonos alemanes a 10 años, del 1/7/2022 al 7/10/2022. Véase el anexo que figura en la página 25 para consultar el gráfico a largo plazo de este índice.

Suecia

Suecia también ha experimentado una gran preocupación por el aumento del extremismo después de que los Demócratas de Suecia, de extrema derecha, y tres posibles socios de coalición obtuvieran una mayoría por dos escaños en las elecciones parlamentarias del 11 de septiembre. Pero las profundas divisiones entre los Demócratas de Suecia y sus futuros socios, el Partido Moderado, el Partido Liberal y los demócratacristianos, resultaron insuperables. El líder moderado Ulf Kristersson selló un acuerdo de coalición para formar un Gobierno minoritario que técnicamente no incluye a los Demócratas de Suecia, pero depende de ellos para aprobar leyes, lo que debería disipar el temor al extremismo, ya que refuerza el estancamiento.

Existen aspectos muy positivos listos para afianzarse

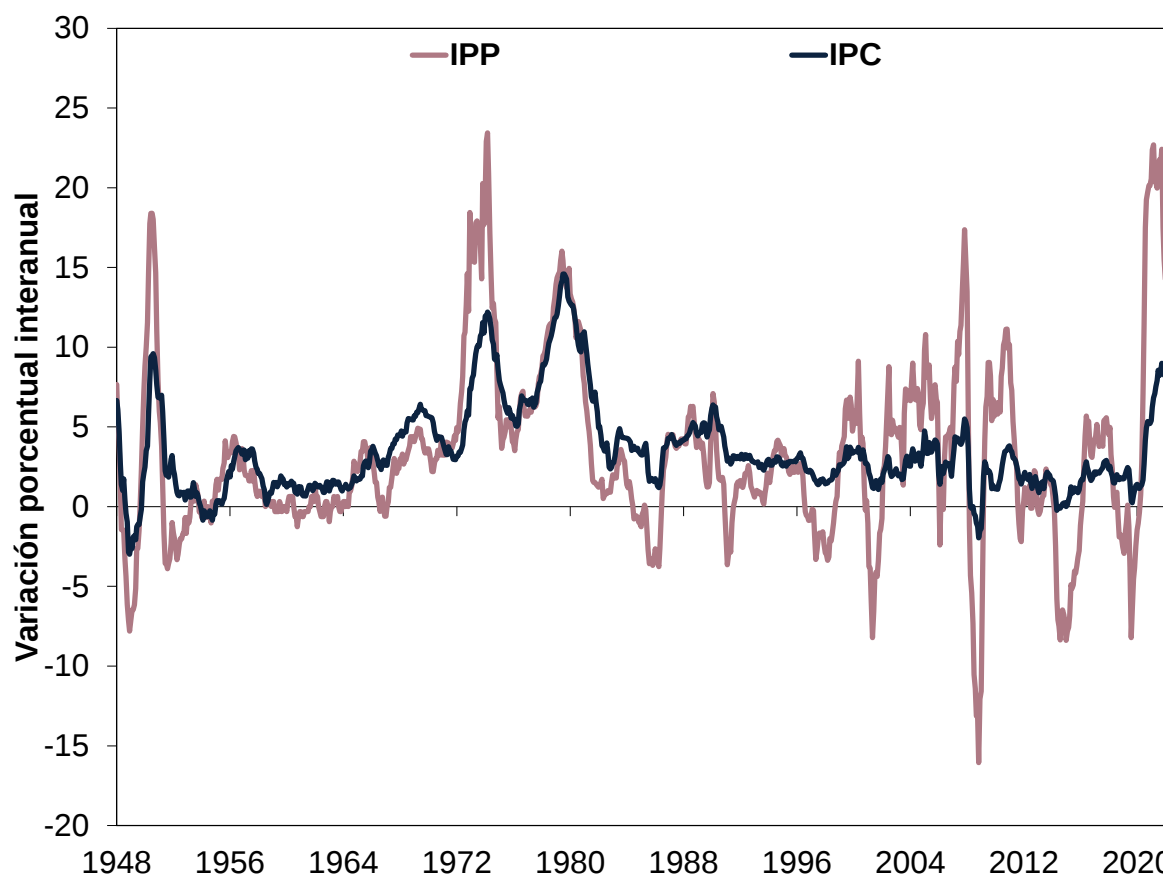
En nuestra opinión, la renta variable por lo general no *necesita* catalizadores positivos importantes. Nuestro análisis muestra que, por lo general, suben a la par que los beneficios de las empresas, y que los ciclos se invierten cuando el sentimiento supera a la realidad, tanto si es excesivamente optimista cuando los mercados están en sus máximos como si es pesimista en los mínimos. Este es el *motivo* por el que, en nuestra opinión, el pesimismo de la desconfianza constituye un pilar fundamental para los nuevos mercados alcistas. A nuestro modo de ver, contribuye a que la realidad supere los pronósticos aunque las condiciones no sean buenas. No obstante, dicho esto, creemos que hoy en día existen muchos aspectos positivos, en gran medida invisibles, que probablemente promuevan un repunte.

Se subestima la resiliencia de los márgenes de beneficio

En nuestra opinión, la resiliencia de los márgenes de beneficio constituye un excelente ejemplo. Los analistas lo reconocen, pero afirman que la inflación reducirá los beneficios en todo el mundo. Las empresas de todo el mundo, advierten que están agotando las maneras de evitar la inevitable reducción de beneficios. Creemos que esta postura pasa por alto un sencillo hecho: la inflación afecta a los ingresos y a los costes.

En períodos inflacionarios, las empresas aumentan los precios a medida que aumentan sus costes. Esto puede observarse a través del índice de precios de producción (IPP) de la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, que mide el coste de los insumos, y el índice de precios de consumo (IPC) de Estados Unidos, que representa el precio de los bienes vendidos. (Los datos oficiales sobre la inflación de Estados Unidos comienzan en 1948, lo que los convierte en una forma útil de observar las tendencias históricas). Estos dos índices muestran que los costes de las empresas y los precios de venta generalmente se mueven al unísono, si bien el IPP registra variaciones más extremas debido a su mayor exposición a las materias primas. Eso contribuye a estabilizar los márgenes durante los períodos inflacionistas, y creemos que es una de las razones por las que las acciones a menudo suben más que la inflación. Es posible que el aumento de los precios de consumo no compense por completo las presiones sobre los costes, pero favorecen la rentabilidad.

Figura 6. El IPC y el IPP se mueven al unísono, lo que contribuye a preservar los márgenes de beneficio



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis, a 4/10/2022. Índice de precios de consumo e índice de precios de producción, de enero de 1948 a septiembre de 2022.

Los márgenes de beneficio son considerables a nivel mundial, lo que demuestra lo bien que las empresas han superado este período tan difícil. (Figura 7) Mientras tanto, las ventas han alcanzado nuevos máximos. (Nota: Para agregar mejor la rentabilidad de las empresas y los sectores industriales de forma similar, utilizamos los datos sobre los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones [EBITDA]).

En los últimos tres años, las empresas han tenido que hacer frente a los confinamientos, los problemas en las cadenas de suministro, la inflación y las fluctuaciones monetarias. Aun así, sus márgenes de beneficio están cerca de los máximos históricos. Si hay algo que han dejado claro muchas de las economías mundiales, es que son capaces de salir airoso en condiciones económicas difíciles. Poseer acciones significa poseer esa capacidad de adaptación, dado que las acciones son una parte de los beneficios futuros de una empresa.

Figura 7. Los márgenes de beneficio de la renta variable mundial se acercan a los máximos históricos



Fuente: FactSet, a 4/10/2022. MSCI World (períodos de 12 meses consecutivos), beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA), como porcentaje de los ingresos, de agosto de 2000 a agosto de 2022.

La aceleración del crecimiento de los préstamos pasa desapercibida

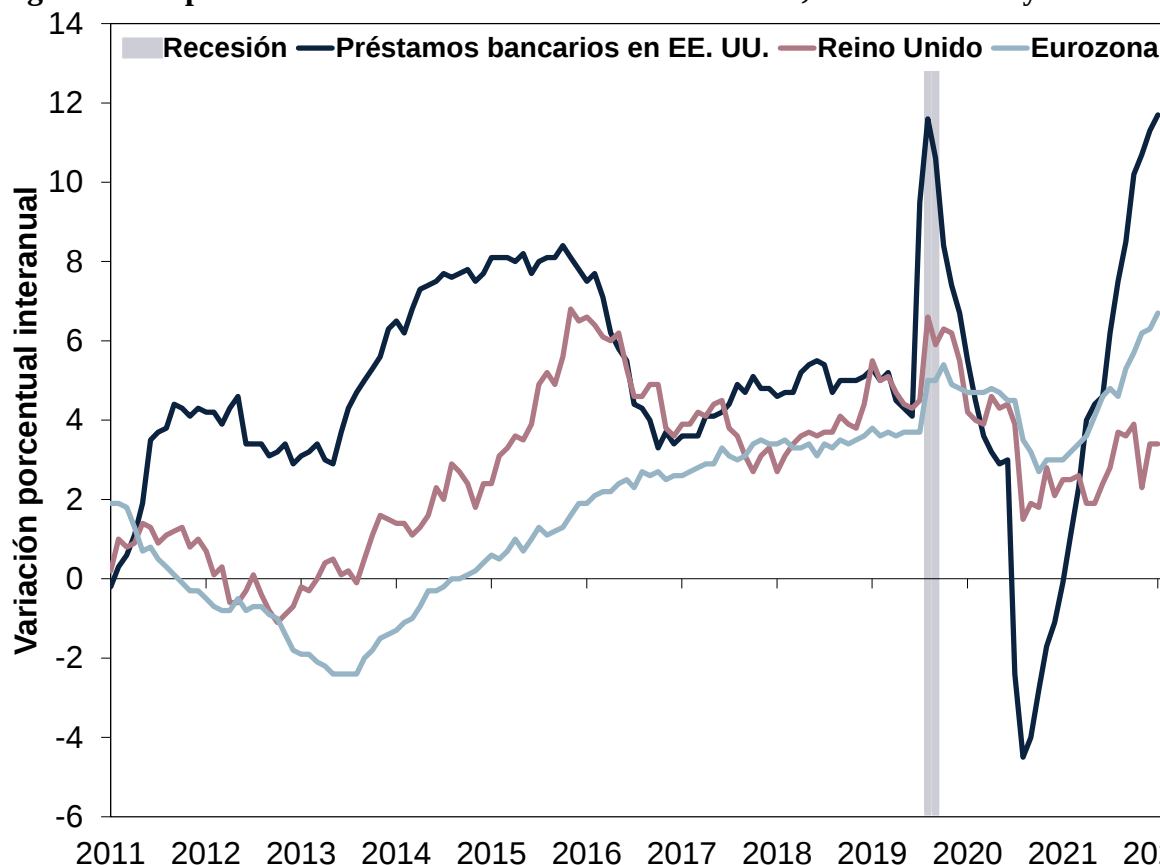
En nuestra opinión, otro aspecto positivo que se pasa por alto es que las subidas de tipos no ha limitado los préstamos en Europa, el Reino Unido o Estados Unidos. Si bien esto no predice el movimiento de la renta variable, en nuestra experiencia es extremadamente incompatible con una profunda recesión mundial, por lo que creemos que constituye un argumento en contra de que vaya a producirse una caída importante de la renta variable mundial a partir de ahora.

No subestime la resiliencia en el exterior, en particular en Estados Unidos. Tenga en cuenta lo siguiente: los préstamos respaldan las inversiones. Si bien la emisión de bonos corporativos ha disminuido desde 2021, los bancos estadounidenses han agregado más de 250 mil millones de dólares (252 500 millones de euros) en nuevos préstamos comerciales e industriales, compensando la mayor parte del déficit de bonos.⁶⁵ Además de casi 4 billones de dólares (4 billones de euros) en reservas de efectivo, las empresas tienen un amplio margen de maniobra para poner en marcha nuevos proyectos, algo que ya están aplicando.⁶⁶ Los gastos de capital de las empresas del S&P 500 están en camino de aumentar un 20 % en términos interanuales.⁶⁷ La inversión empresarial total aumentó un 7,9 % anualizado en el primer trimestre y se mantuvo estable en el segundo trimestre.⁶⁸ Los pedidos de bienes de primera necesidad, un indicador indirecto de la inversión empresarial en equipos, no están ajustados a la inflación, pero se dispararon a lo largo del tercer trimestre.⁶⁹

En una recesión tradicional, las empresas deben hacer recortes para sobrevivir a la sequía crediticia, por lo que recortan la inversión. Actualmente, ocurre lo contrario. Los préstamos aumentan en todo el mundo a pesar del alza de los tipos de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y otras instituciones importantes de política monetaria.

Creemos que no es probable que las subidas de tipos pongan fin a esta situación. Los bancos estadounidenses tienen tantos depósitos que no saben qué hacer con ellos. Los depósitos superaron a los préstamos en 6,2 billones de dólares (6,3 billones de euros) a finales de septiembre (frente a unos 250 000 millones de dólares, o 253 000 millones de euros, en 2008).⁷⁰ Los tipos bancarios de las cuentas de depósito a 2 años se encuentran muy por debajo de los tipos de los bonos del Tesoro y de los depósitos a un día, respectivamente, una buena señal, a nuestro juicio, de que los bancos no están tratando de atraer más depósitos.⁷¹ Por lo tanto, mientras los tipos suban, los bancos seguirán prestando de manera aún más rentable, ya que para ellos el coste del dinero sigue siendo casi cero.

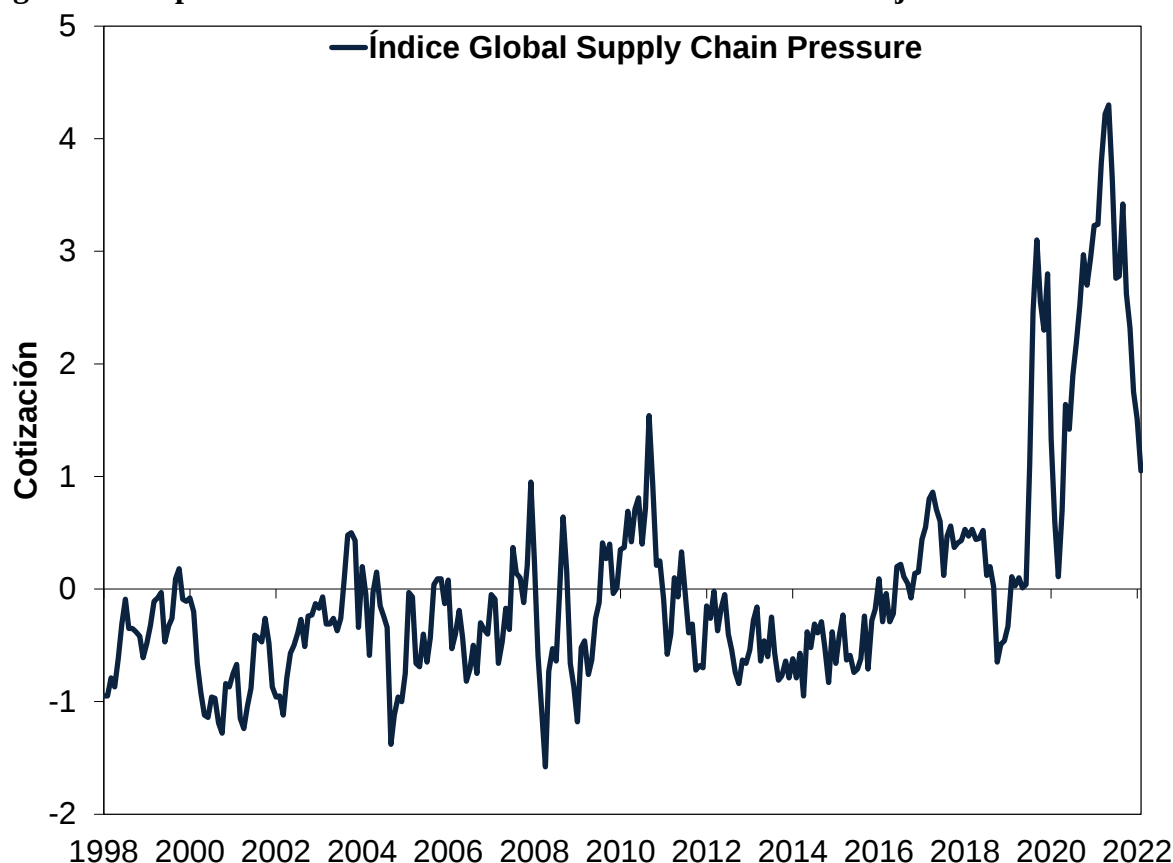
Figura 8. Los préstamos van en aumento en Estados Unidos, el Reino Unido y la eurozona



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Banco de Inglaterra y BCE, a 4/10/2022. Préstamos y arrendamientos de crédito bancario en Estados Unidos, de enero de 2011 a septiembre de 2022, préstamos en el Reino Unido denominados en libras esterlinas a prestatarios no financieros del sector privado, y préstamos en la eurozona al sector privado ajustados a las ventas de préstamos y la titulización, de enero de 2011 a agosto de 2022.

Los principales cuellos de botella de la oferta mundial se han aflojado, con poca fanfarria

Mientras tanto, las presiones sobre las cadenas de suministro se han aliviado notablemente. Consideremos el Índice Global Supply Chain Pressure (GSCPI, por sus siglas en inglés) de la Fed de Nueva York, que compila una variedad de mediciones relacionadas con el transporte de mercancías. Si bien se mantiene por encima de la norma histórica, este año ha caído.

Figura 9. Las presiones sobre las cadenas de suministro se han aflojado

Fuente: Banco de la Reserva Federal de Nueva York, a 4/10/2022. De agosto de 1998 a agosto de 2022.

Evaluación de los riesgos principales

Creemos que la fuerza dominante que perjudica a las acciones este año es el sentimiento. No vemos ninguna razón fundamental por la cual la inflación, las subidas de tipos, la guerra en Ucrania y otros factores, por sí solos, impulsarían un gran mercado bajista en dólares estadounidenses. Pero juntos generaron un miedo enorme y se turnaron para avivar la incertidumbre, como un enjambre de abejas que pican repetidamente. A medida que se desvanecen, creemos que el consiguiente alivio contribuirá a impulsar la recuperación que prevemos.

Las presiones de los precios en perspectiva

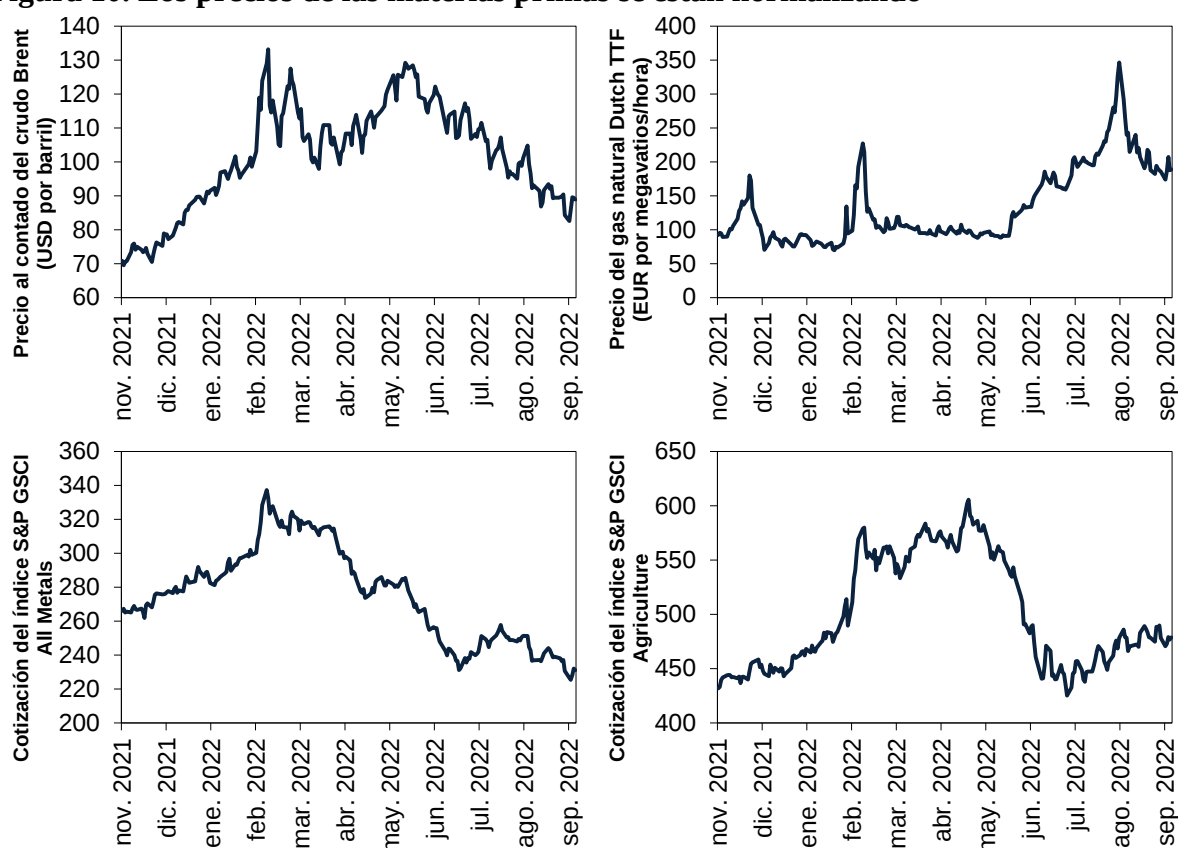
La inflación se ha convertido en un temor constante a lo largo de este año, algo que es totalmente comprensible. El aumento de los precios de los productos de primera necesidad ha sido un grave problema para muchos, algo que tenemos en cuenta. Asimismo, también se ha convertido en una cuestión con un creciente carácter político, por lo que se debe tener en cuenta que nuestros comentarios sobre la inflación son neutrales y tienen como único objetivo analizar la dinámica del mercado.

En nuestra opinión, son las expectativas de inflación, y no la inflación en sí, las que han contribuido a la fase bajista de la renta variable.⁷² Aunque la inflación es una fuente de problemas, los mercados bursátiles no reflejan lo que ocurre en los hogares o en la economía en general. Más bien, las acciones representan los rendimientos de las empresas que cotizan en

bolsa, y los márgenes de beneficio son resistentes, como muestra el Apéndice III. De hecho, la tan temida inflación favorece la resistencia de los márgenes, ya que permite a las empresas compensar el aumento de sus costes. Esta razón infravalorada explica el motivo por el que la renta variable ha ayudado históricamente a las carteras a compensar la inflación a largo plazo.

De manera más inmediata, independientemente de lo que uno piense que impulsó el rápido aumento de los precios, vemos crecientes signos de mejora. Como se mencionó anteriormente, las presiones sobre las cadenas de suministro están disminuyendo. Los precios de las materias primas, que se dispararon cuando Rusia invadió Ucrania, se están estabilizando y, en general, han bajado, lo cual probablemente constituye un indicador importante de la inflación, ya que son insumo de los productos finales. Con el tiempo, su efecto repercutirá en los precios de los alimentos y la energía y en todos los productos que utilizan materias primas como elementos básicos.

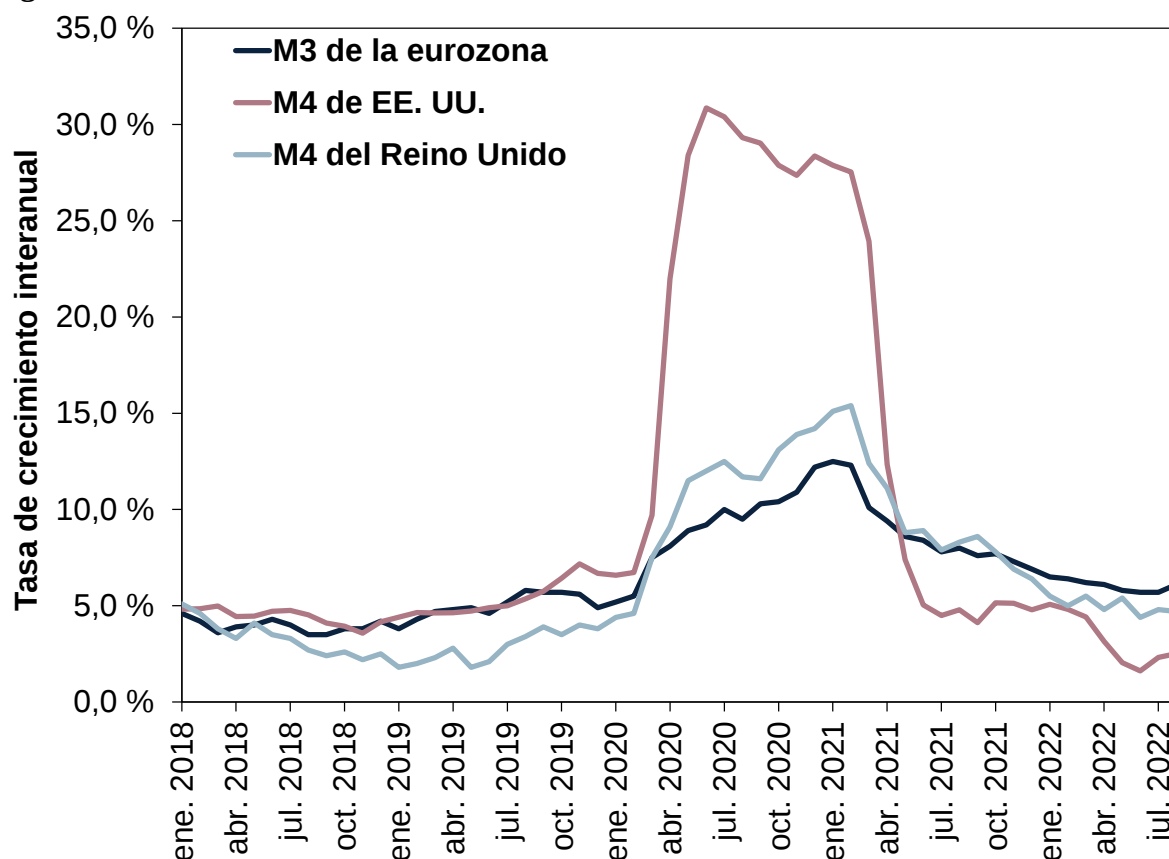
Figura 10. Los precios de las materias primas se están normalizando



Fuente: FactSet, a 12/10/2022. Precio al contado del crudo Brent, precio de los futuros del gas natural Dutch TTF, índice S&P GSCI Agriculture, del 30/11/2021 al 30/9/2022. Para obtener una versión a más largo plazo de estos gráficos, consulte el anexo de la página 27.

Oferta monetaria

Las medidas tradicionales de oferta monetaria —el M4 de EE. UU. y el Reino Unido y el M3 de la zona euro, es decir, los agregados monetarios más amplios disponibles— también apuntan a una ralentización de la inflación. Como se muestra en la figura 11, el crecimiento de la oferta monetaria se ha desacelerado considerablemente.

Figura 11. El crecimiento de la oferta monetaria se ha estancado

Fuente: FactSet, Banco de Inglaterra y Center for Financial Stability, a 26/10/2022. Agregado monetario M3 de la eurozona, agregado monetario M4 de Divisia de EE. UU. y agregado monetario M4 del Reino Unido (excluyendo otras empresas financieras intermediarias), variación porcentual interanual, de enero de 2018 a agosto de 2022.

Indicadores de la inflación futura basados en el mercado

Los indicadores basados en el mercado también apuntan a una desaceleración de la inflación a partir de ahora. El punto de equilibrio de la inflación de Estados Unidos a 10 años —calculada a partir de los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años y de los bonos del Tesoro protegidos contra la inflación— se sitúa ahora en torno al 2 %, frente a su 3 % en primavera, y está en consonancia con la pauta histórica.⁷³ (Los bonos del Tesoro protegidos contra la inflación son bonos del Gobierno de EE. UU. cuyos intereses están vinculados a la inflación). Esto indica que los inversores piensan que es probable que la inflación estadounidense sea, en promedio, de alrededor del 2 % durante la próxima década, ya que el diferencial representa la tasa de inflación necesaria para que los bonos del Tesoro protegidos contra la inflación generen, a largo plazo, la misma rentabilidad que los bonos del Tesoro con vencimientos comparables. Estas proyecciones basadas en el mercado no solo reflejan una mejora a largo plazo: el punto de equilibrio a 5 años se ha movido de manera semejante, y ha pasado de poco más del 3,5 % a finales de marzo al 2,1 % al finalizar el tercer trimestre.⁷⁴ En nuestra opinión, el mercado parece estar diciendo que, a pesar del gran número de analistas que pronostican un prolongado período de inflación rápida y un crecimiento económico débil, lo más probable es que la situación se normalice. Teniendo en cuenta que las tendencias de la inflación suelen manifestarse a nivel mundial, creemos que esto también es un signo positivo para los precios en Europa.

Figura 12. Puntos de equilibrio de la inflación de Estados Unidos a 5 y 10 años

Fuente: FactSet, 10/12/2022. Puntos de equilibrio de la inflación de Estados Unidos a 5 y 10 años, del 29/9/2017 al 30/9/2022.

¿Y la política monetaria?

Muchos de los analistas financieros que seguimos argumentan que el verdadero problema no es la inflación, sino que esta desencadenará en continuas subidas de tipos, lo que sembrará el caos. La Fed ha aumentado el intervalo de los tipos de interés de referencia de los fondos federales en 3 puntos porcentuales entre marzo y septiembre (de 0,0 %-0,25 % al 3,0 %-3,25 %,) mientras que el tipo de interés de la facilidad de depósito del Banco Central Europeo (BCE) se sitúa en el 1,5 %.⁷⁵ Ahora los indicadores basados en el mercado y las previsiones de la Fed indican que los tipos de los fondos federales superarán el 4,5 % el próximo año.⁷⁶ Algunos observadores argumentan que subirán aún más, lo que provocará una recesión brutal.

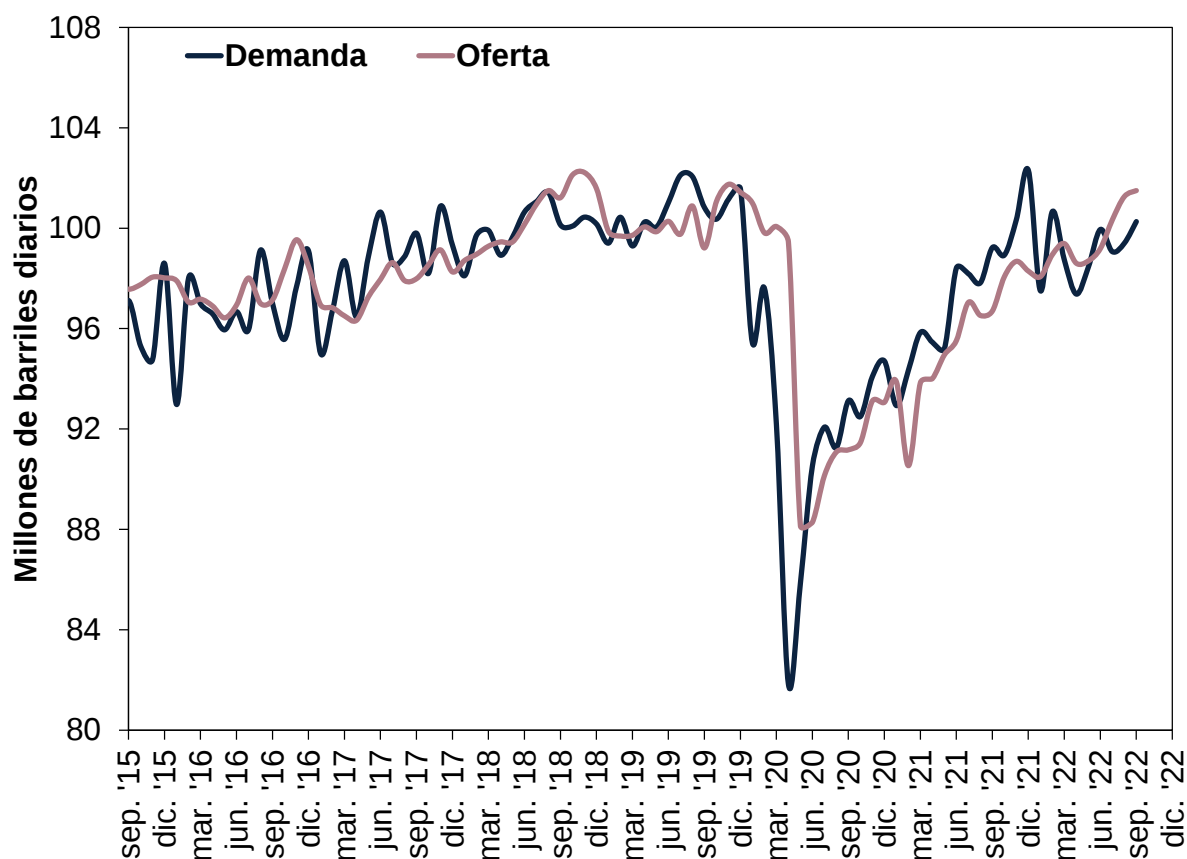
Creemos que la idea de que se producirá una subida de tipos que dará lugar a una recesión enorme es una exageración. En el mundo moderno, el dinero cruza la mayoría de las fronteras de forma barata y fácil. Cualquier gran banco internacional puede pedir prestado en un país, cubrir el riesgo cambiario y prestar en el extranjero casi al instante. Las empresas pueden actuar de manera similar, y obtener financiación en el país X para proyectos en el país Y. Creemos que la fortaleza del dólar indica que esto es lo que sucede ahora, lo cual mantiene los flujos de liquidez independientemente de las medidas restrictivas de la Fed.⁷⁷ Cuando la Fed sube los tipos, llega dinero del extranjero que impulsa la liquidez y contrarresta los objetivos de la Fed. Además, como se mencionó en las páginas anteriores, el hecho de que los tipos de los fondos federales sean más altos no ha incrementado mucho los costes por intereses de los bancos, lo que mantiene el incentivo para prestar. En nuestra opinión, si la Fed y otras instituciones de política monetaria no pueden detener el crecimiento de los préstamos, es probable que no

puedan detener el crecimiento económico del sector privado. Aunque esto también indica que no pueden detener la inflación, tampoco creemos que deban hacerlo, ya que vemos muchos indicios de una relajación de la presión inflacionista en un futuro próximo.

Las sanciones no han producido escasez

Aparte de la energía europea, de la que nos ocuparemos en un momento, las sanciones no han repercutido mucho en la oferta mundial de materias primas, entre ellas el crudo, como expusimos en páginas anteriores. Los mercados de materias primas son mundiales, y no todas las naciones participan en las sanciones. Muchos grandes actores, como India y China, optaron por no hacerlo y como resultado, las vías de suministro de petróleo cambiaron, pero el suministro general no cayó mucho. Rusia vendió más petróleo a China e India, que lo refinaron y reexportaron. Europa compró más en Oriente Medio, África del Norte y Estados Unidos, que enviaron menos a Asia a medida que Rusia incrementaba el suministro a la región. Por lo tanto, aunque la OPEP anuncia recortes en la producción, la oferta mundial de petróleo está aumentando y supera el consumo.

Figura 13. La oferta de petróleo supera la demanda



Fuente: FactSet, a 3/10/2022. Oferta y demanda mundial mensual de petróleo, de septiembre de 2015 a septiembre de 2022.

El problema de la energía en Europa

En Europa la crisis de abastecimiento energético sigue siendo un riesgo material, en nuestra opinión, aunque tal vez no tanto como muchos analistas que seguimos afirman. Las sanciones de la Unión Europea eximieron al gas natural —del cual dependen varias naciones de la UE— a fin de que el continente tuviera tiempo para buscar nuevos proveedores y mejorar la

infraestructura con objeto de importar más gas natural licuado por vía marítima. Pero la oferta ha caído de todos modos, debido principalmente al estrangulamiento de los flujos procedentes Rusia debido, entre otras cosas, a los cortes en el gasoducto Nord Stream 1.⁷⁸ Como resultado, numerosos analistas advierten de que se avecina una grave crisis energética en gran parte de Europa Central, lo que acarreará racionamientos, apagones y una recesión. Estas advertencias atañen sobre todo a Alemania, que depende del gas ruso desde que comenzó a eliminar la energía nuclear hace una década, debido a la importancia de su industria química, que necesita gas natural para obtener energía y como materia prima. Algunas instalaciones han hecho drásticos recortes en la producción, y numerosos analistas advierten de que otras quizá tendrán que cerrar.

A nuestro entender, es probable que esto tenga algunas consecuencias económicas. Muchos países de la eurozona han sufrido mercados bajistas en euros, lo que creemos que se debe a que los mercados descuentan una recesión.⁷⁹ Pero también creemos que esto suscita una cuestión clave: la probabilidad de una evolución negativa *mucho más allá de lo que los mercados ya han descontado* nos parece remota, a nuestros ojos. Los mercados de renta variable han pasado este año digiriendo los rumores de apagones y cierres de fábricas, por lo que creemos que cualquier cosa menos grave probablemente será una sorpresa positiva.

Lo más probable es que, aunque no todo salga a la perfección, los pronósticos resulten ser exagerados. Por una parte, la mayoría de los países de la Unión Europea están llenando sus reservas de gas para el invierno antes de lo previsto. Las reservas de Alemania están al 97 %.⁸⁰ Los Países Bajos, cuyos envíos desde Rusia cesaron durante el verano, están al 93 %.⁸¹ Francia, que se enfrenta al cierre de algunas centrales nucleares por trabajos de mantenimiento, ha llenado el 99,5 % de su capacidad de almacenamiento y llegado a un acuerdo para abastecer a Alemania.⁸² España y Portugal, que no dependen de Rusia, están al 93 % y el 100 %, respectivamente.⁸³ En general, las reservas de gas de la Unión Europea estaban al 89,9 % a principios de octubre, lo que da al continente una buena ventaja.⁸⁴ Si bien los precios siguen siendo altos, parece probable que haya gas disponible.⁸⁵ Esa es una diferencia clave, a nuestro entender.

Las empresas pueden adaptarse a costes mayores. Una completa falta de energía probablemente es un asunto más problemático. Los dirigentes de la Unión Europea y varios Estados miembros están adoptando medidas adicionales para aumentar el suministro de energía. Alemania ha optado por mantener tres centrales nucleares en funcionamiento, al margen de los cierres programados para este año. Muchos países han reabierto sus viejas centrales de carbón. La apertura de las terminales flotantes de gas natural licuado está programada para enero de 2023, lo que aumentará la capacidad para importar gas de Estados Unidos y Asia. Acaba de entrar en funcionamiento un nuevo gasoducto que lleva gas de Noruega a la Unión Europea. Esto es resultado de las nuevas relaciones de suministro forjadas este año, que contribuyeron a que las importaciones de gas natural ruso a la Unión Europea pasaran del 40 % en 2021 a solo el 10 % este año.⁸⁶ Al parecer Rusia interrumpió demasiado tarde el suministro de gas, lo que, en nuestra opinión, concedió tiempo a Europa para planificar y evitar algunos de los peores efectos. Creemos que Putin ya ha perdido en gran parte la ventaja que tenía en materia de energía.

Los dirigentes nacionales están tratando de solucionar el problema, pero sus propuestas son dispares. El aspecto positivo es que los líderes de la Unión Europea están ayudando a los proveedores de energía, frustrados por las elevadas garantías exigidas en los mercados de la energía. Este apoyo es muy importante, en nuestra opinión, ya que puede evitar que los

proveedores no puedan satisfacer la demanda simplemente porque carecen de liquidez. No obstante, Alemania ha anunciado grandes paquetes de gasto para ayudar a los hogares y las empresas a hacer frente a las subidas de precios, y los líderes de la Unión Europea están negociando algo similar; la última propuesta es fijar precios máximos. Creemos que existe el riesgo, tanto en Alemania como en la Unión Europea, de que la limitación de los precios desaliente la conservación de bienes y servicios y contrarreste los avances logrados en materia de apuntalamiento de la oferta. Podría ser contraproducente, ya que aumentaría el riesgo de racionamientos y apagones. Por ahora esto no parece probable, pero lo estamos vigilando de cerca.

Esperamos que esta información le resulte de utilidad. Póngase en contacto con Fisher Investments España en el teléfono 800 81 00 92 para obtener más información sobre nuestras perspectivas.

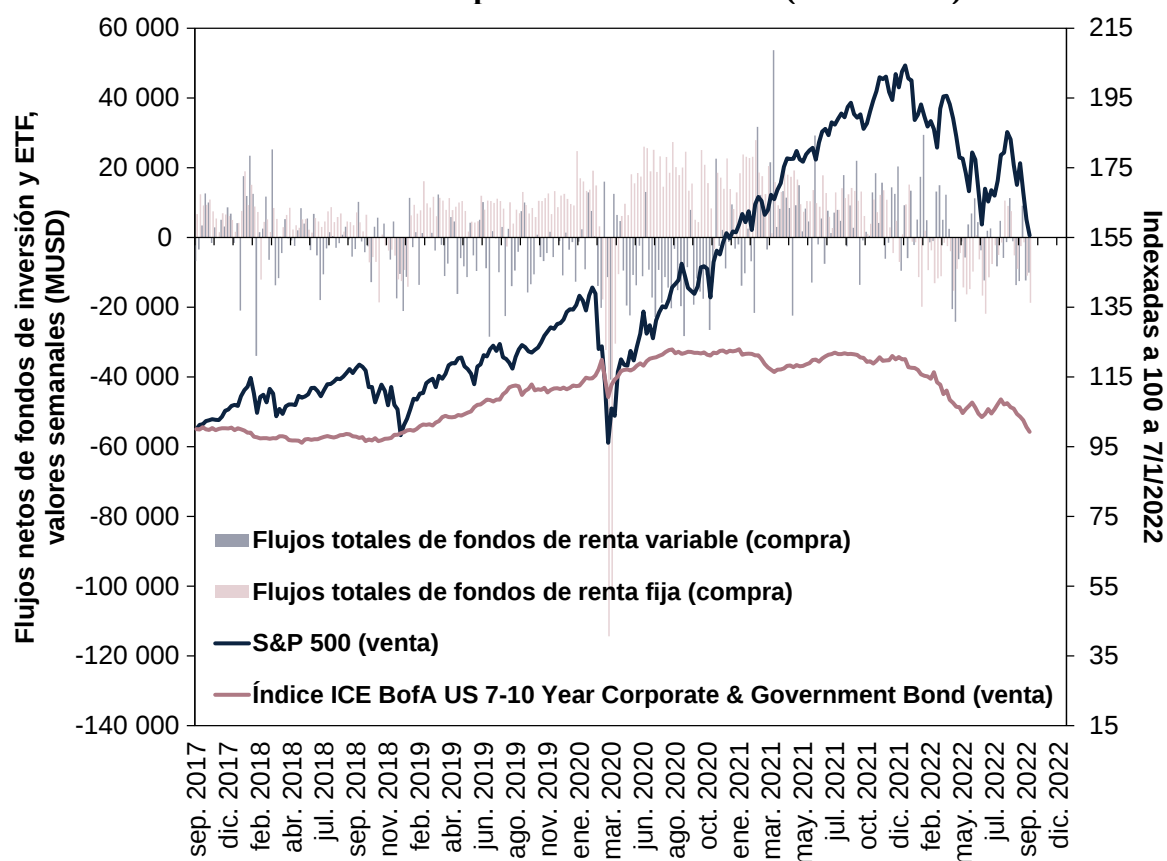
Fisher Investments España y el Comité de Inversiones de Fisher Investments
Aaron Anderson, Bill Glaser, Jeff Silk, Ken Fisher y Michael Hanson

Anexo

Diferencial entre el rendimiento de los bonos italianos y los bonos alemanes a 10 años

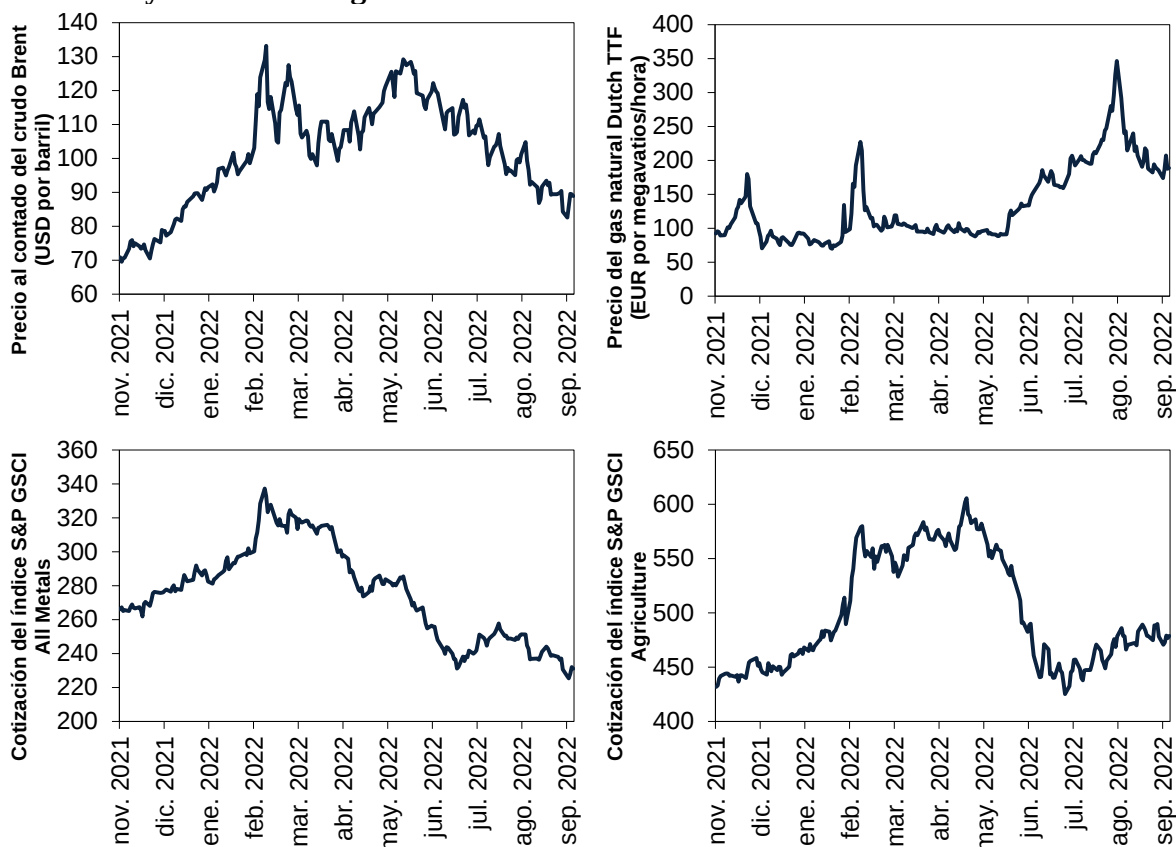


Fuente: FactSet, a 24/10/2022. Diferencial entre el rendimiento de los bonos italianos y los bonos alemanes a 10 años, del 6/10/2017 al 6/10/2022.

Flujos totales de fondos de renta variable, flujos totales de fondos de renta fija, índice S&P 500 e índice ICE BofA US Corporate & Government (7 – 10 Year)


Fuente: FactSet, a 24/10/2022. Flujos netos totales estimados de fondos de inversión de renta fija y renta variable y de ETF, valores semanales, del 30/9/2017 al 30/9/2022, y rentabilidad de los índices S&P 500 e ICE BofA US Corporate & Government 7-10 Year con reinversión de dividendos, valores semanales, del 30/9/2017 al 30/9/2022. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar y el euro pueden influir en el rendimiento de una inversión al alza o a la baja.

Precio al contado del crudo Brent, precio del gas natural Dutch TTF, índice S&P GSCI All Metals y S&P GSCI Agriculture



Fuente: FactSet, a 26/10/2022. Precio al contado del crudo Brent, precio de los futuros del gas natural Dutch TTF, índice S&P GSCI Agriculture, del 30/9/2017 al 30/9/2022.

Invertir en los mercados financieros implica un riesgo de pérdida y no hay garantías de que todo o parte del capital invertido sea reembolsado. La rentabilidad pasada no garantiza ni indica los resultados futuros de manera fiable.

Los datos que figuran en el presente documento se expresan en euros a menos que se especifique lo contrario. El valor de las inversiones y los ingresos procedentes de ellas están sometidos a la fluctuación de los mercados financieros mundiales y de los tipos de cambio internacionales.

Fisher Investments España es el nombre comercial utilizado por Fisher Investments Ireland Limited, Sucursal en España. Fisher Investments España está inscrita con domicilio social en Calle de la Comunidad Balear, 1, número 1, 28669 Boadilla del Monte, Madrid (España) con NIF W00744971, en el Registro Mercantil de Madrid en el tomo 39501, folio 110, inscripción 1, hoja M-701327, y en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") con el número 126.

Fisher Investments Ireland Limited es una empresa privada de responsabilidad limitada constituida en Irlanda que está registrada, junto con su nombre comercial, Fisher Investments España, en el Registro Mercantil de Irlanda con los números 623847, 629723 y 629724. Asimismo, está regulada por el Banco Central de Irlanda. Su domicilio social es: 1st Floor, 2 George's Dock, Dublin, D01 H2T6 Ireland. Fisher Investments Ireland externaliza las responsabilidades de gestión de activos a su empresa matriz, Fisher Investments.

El presente documento recoge la opinión general de Fisher Investments España y Fisher Investments Europe y no debe ser considerado como un servicio de asesoramiento personalizado en materia de inversiones o fiscal ni un reflejo de la rentabilidad de sus clientes. No se garantiza que Fisher Investments España o Fisher Investments Europe sigan sosteniendo estas opiniones, las cuales pueden cambiar en cualquier momento a la luz de nuevos datos, análisis o consideraciones. La información que figura en el presente documento no pretende ser una recomendación o pronóstico de las condiciones del mercado. En su lugar, tiene por objeto esclarecer los aspectos tratados. Los mercados actuales y futuros pueden diferir ampliamente de los que se describen en este documento. Asimismo, no se garantiza la exactitud de ninguna de las hipótesis empleadas en los ejemplos contenidos en el presente documento.

¹ Fuente: FactSet, a 4/10/2022. Rentabilidad del índice MSCI World con reinversión de dividendos netos, del 31/12/2021 al 30/9/2022.

² *Ibid.* Rentabilidad del índice MSCI World con reinversión de dividendos netos en USD y en la moneda local, del 31/12/2021 al 30/9/2022. Las fluctuaciones entre el euro y otras divisas pueden influir en el rendimiento de una inversión al alza o a la baja.

³ "What Is a Bull Market? Definition, Characteristics & Examples", equipo de redacción interna, *TheStreet*, 5/10/2022.

⁴ Fuente: FactSet, a 4/10/2022. Declaración basada en el índice MSCI World con dividendos netos, del 31/12/2021 al 30/9/2022.

⁵ Fuente: Global Financial Data, Inc., a 28/9/2022. Rentabilidad media del S&P 500 y frecuencia de las ganancias del 30 de septiembre de los años en que se celebran las elecciones de mitad de mandato al 30 de junio del año siguiente, desde 1926 hasta 2021. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

⁶ Fuente: FactSet, a 4/10/2022. Afirmación basada en el coeficiente de correlación entre los índices S&P 500 y MSCI World Ex. USA sin reinversión de dividendos, denominados en su divisa local, y en la capitalización bursátil de Estados Unidos como porcentaje de la capitalización bursátil del MSCI World, a 4/10/2022. El coeficiente de correlación es un instrumento estadístico que mide el grado de relación lineal entre dos variables. Una correlación igual a 1 correspondería a un movimiento idéntico, 0 indica que no existe ninguna correlación, y -1 muestra un movimiento completamente inverso. La capitalización bursátil es una medida de una empresa o de un mercado de renta variable que se calcula multiplicando el precio por acción por el número de acciones en circulación.

⁷ Fuente: FactSet, a 3/10/2022. Rentabilidad del índice MSCI World con reinversión de dividendos netos, del 23/3/2020 al 31/12/2020.

⁸ *Ibid.* Afirmación basada en la variación interanual del índice de precios de consumo de Estados Unidos, de junio a agosto de 2022. El índice de precios de consumo es un índice gubernamental que realiza un seguimiento de los precios de los bienes y servicios que se consumen con más frecuencia.

⁹ Fuente: FactSet, a 4/10/2022. Afirmación basada en las encuestas de sentimiento de los inversores de la Asociación Estadounidense de Inversores Particulares, el ZEW (Centro Leibniz para la Investigación Económica Europea y Bank of America).

¹⁰ Fuente: Global Financial Data, Inc., a 4/10/2022. Afirmación basada en el S&P 500 sin reinversión de dividendos, expresado en USD. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

¹¹ *Ibid.* Afirmación basada en el índice ICE BofA Euro Broad Market Bond con reinversión de dividendos, precio del oro por onza troy en euros y euro por bitcoin, del 31/12/2021 al 30/9/2022.

¹² Fuente: FactSet, a 20/10/2022. Afirmación basada en el índice MSCI World, rentabilidad con dividendos netos, del 31/12/2021 al 19/10/2022.

¹³ *Ibid.* Afirmación basada en el índice MSCI World, rentabilidad con dividendos netos, del 16/6/2022 al 19/10/2022.

¹⁴ *Ibid.* Afirmación basada en el índice MSCI World, rentabilidad con dividendos netos, valores expresados en USD, del 4/1/2022 al 9/10/2022. Las fluctuaciones entre el dólar y el euro pueden influir en el rendimiento de una inversión al alza o a la baja.

¹⁵ Fuente: FactSet, a 26/10/2022. Afirmación basada en la rentabilidad del índice MSCI Economic and Monetary Union con reinversión de dividendos netos, del 22/9/2011 al 3/5/2013. "The Eurozone in Crisis", The Council on Foreign Relations, Christopher Alessi y James McBride, 11/2/2015.

¹⁶ *Ibid.* Afirmación basada en la rentabilidad del índice MSCI Economic and Monetary Union con reinversión de dividendos netos, del 22/9/2011 al 4/6/2012.

¹⁷ *Ibid.* Rentabilidad del índice MSCI Economic and Monetary Union con reinversión de dividendos netos, del 4/6/2012 al 4/6/2013.

¹⁸ *Ibid.* Afirmación basada en la rentabilidad del índice MSCI Economic and Monetary Union con reinversión de dividendos netos, del 18/2/2011 al 3/5/2013.

¹⁹ Fuente: FactSet, a 21/10/2022. Rentabilidad del índice MSCI World con reinversión de dividendos netos, del 19/2/2020 al 23/3/2020.

²⁰ Fuente: FactSet, a 18/10/2022. Rentabilidad del índice MSCI World con reinversión de dividendos netos, del 23/3/2020 al 31/12/2020.

²¹ Fuente: Global Financial Data, Inc. and FactSet, as of 10/6/2022. S&P 500 con reinversión de dividendos, mediana de los meses transcurridos entre el mínimo de un mercado bajista y la recuperación del máximo anterior. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

²² Fuente: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos (US Bureau of Economic Analysis), a 25/10/2022.

²³ Fuente: FactSet, a 18/10/2022. Rentabilidad del índice Bloomberg Global Aggregate Bond, rentabilidad con reinversión de dividendos en EUR y USD, del 7/5/2021 al 30/9/2022 y del 4/1/2021 al 30/9/2022.

²⁴ *Ibid.* Rentabilidad del índice ICE BofA US Treasury con reinversión de dividendos, del 4/8/2020 al 30/9/2022, rentabilidad del índice Bloomberg US Aggregate Government Long Treasury con reinversión de dividendos, del 9/3/2020 al 30/9/2022, y rentabilidad del índice Bloomberg US Government Inflation-Linked 7-10 Year con reinversión de dividendos, del 8/3/2022 al 30/9/2022. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar y el euro pueden influir en el rendimiento de una inversión al alza o a la baja.

²⁵ Fuente: FactSet, a 20/10/2022. Flujos netos totales estimados de fondos de inversión de renta fija y renta variable y de ETF, valores semanales, del 7/1/2022 al 30/9/2022, y rentabilidad de los índices S&P 500 e ICE BofA US Corporate & Government 7-10 Year con reinversión de dividendos, valores semanales, del 31/12/2021 al 30/9/2022. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar y el euro pueden influir en el rendimiento de una inversión al alza o a la baja.

²⁶ *Ibid.*

²⁷ *Ibid.* Rentabilidad del oro sin reinversión de dividendos, del 31/12/2021 al 8/3/2022.

²⁸ *Ibid.* Rentabilidad del oro sin reinversión de dividendos y rentabilidad del índice MSCI World con reinversión de dividendos netos, del 8/3/2022 al 30/9/2022.

²⁹ "Euro Area Bank Interest Rate Statistics: August 2022", Banco Central Europeo, 4 de octubre de 2022. El tipo de interés de los depósitos a un día es un valor compuesto de los tipos disponibles en el sistema bancario.

³⁰ *Ibid.* El tipo citado aquí es el tipo de interés compuesto de los nuevos depósitos de hogares con vencimiento acordado.

³¹ Fuente: FactSet, a 10/10/2022. Rentabilidad del índice MSCI World con reinversión de dividendos netos en USD, euros, GBP y yenes, del 31/12/2021 al 30/9/2022.

³² *Ibid.* Rentabilidad del índice MSCI World Economic and Monetary Union con reinversión de dividendos netos, en EUR y USD, del 31/12/2021 al 30/9/2022.

³³ *Ibid.* Rentabilidad sin reinversión de dividendos del índice MSCI World en USD, del 10/8/1982 al 26/8/1987. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

³⁴ Fuente: FactSet, a 4/10/2022. Afirmación basada en el coeficiente de correlación entre los índices S&P 500 y MSCI World Ex. USA sin reinversión de dividendos, denominados en su divisa local, y en la capitalización bursátil de Estados Unidos como porcentaje de la capitalización bursátil del MSCI World, a 4/10/2022.

³⁵ Fuente: Global Financial Data, Inc., a 28/9/2022. Rentabilidad media del S&P 500 con reinversión de dividendos y frecuencia de las ganancias en los tres trimestres naturales anteriores a las elecciones de mitad de mandato, de 1926 a 2021. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

³⁶ *Ibid.*

³⁷ *Ibid.* Rentabilidad media del S&P 500 con reinversión de dividendos y frecuencia de las ganancias durante el T4 de los años de elecciones de mitad de mandato, de 1926 a 2022. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

³⁸ *Ibid.* Rentabilidad media del S&P 500 con reinversión de dividendos y frecuencia de las ganancias en los tres trimestres naturales comprendidos entre las elecciones de mitad de mandato y el 30 de junio del año siguiente, de 1926 a 2021. Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.

³⁹ *Ibid.*

⁴⁰ Fuente: Global Financial Data, Inc., a 10/7/2022.

⁴¹ "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", Daniel Kahneman y Amos Tversky, *Econometrica*, vol. 47, n.º 2.

- ⁴² Fuente: FactSet, a 19/10/2022. Correlación semanal entre la rentabilidad del MSCI EMU y el S&P 500, del 30/9/2002 al 30/9/2022. Denominada en las monedas locales para evitar las distorsiones que puede producir la conversión.
- ⁴³ Correlación semanal entre la rentabilidad del S&P 500 y el MSCI World Ex. USA sin reinversión de dividendos, del 30/9/2002 al 30/9/2022. Denominada en las monedas locales para evitar las distorsiones que puede producir la conversión.
- ⁴⁴ "Membership of the 117th Congress: A Profile," Congressional Research Service, 30/9/2022.
- ⁴⁵ "Census Data Spurred GOP's Largest Partisan Edge in Decades", David A. Lieb, *AP News*, 10/8/2021.
- ⁴⁶ "Systemic Consequences of Incumbency Advantage in U.S. House Elections", Gary King y Andrew Gelman, *American Journal of Political Science*, 1991, vol. 35, n.º 1.
- ⁴⁷ Fuente: Cook Political Report, a 14/10/2022.
- ⁴⁸ Fuente: US House of Representatives History, Art & Archives, a 7/10/2022.
- ⁴⁹ *Ibid.*
- ⁵⁰ *Ibid.*
- ⁵¹ Fuente: Gallup y US House of Representatives History, Art & Archives, a 7/10/2022. Índices de aceptación en septiembre de los años de elecciones de mitad de mandato.
- ⁵² "Membership of the 117th Congress: A Profile", Congressional Research Service, 30/9/2022.
- ⁵³ Afirmación basada en datos de The Cook Political Report. Total de escaños clasificados como *Lean* (escaños en los que un partido tiene una ventaja) o *Toss Up* (escaños que ambos partidos pueden ganar).
- ⁵⁴ "Economist/YouGov Poll Swings Whopping Five Points in a Week, Now Shows Democrats Leading Generic Ballot By Four Points", Alex Griffing, *Mediate*, 26/10/2022. Consultado a través de MSN. "A Republican Wave in the House is Still Quite Possible", Harry Enten, *CNN*, 16/10/2022.
- ⁵⁵ Fuente: FactSet, a 26/10/2022. Afirmación basada en el S&P 500 sin reinversión de dividendos en USD, del 9/2/1966 al 7/10/1966. Las fluctuaciones entre el dólar, el euro y la peseta pueden influir en el rendimiento de la inversión al alza o a la baja.
- ⁵⁶ Fuente: Gallup, a 7/10/2022.
- ⁵⁷ Fuente: US House of Representatives History, Art & Archives, a 7/10/2022.
- ⁵⁸ *Ibid.*
- ⁵⁹ Fuente: FactSet, a 12/10/2022. Rentabilidad del índice S&P 500 sin reinversión de dividendos, del 9/2/1966 al 7/10/1966 Valores expresados en USD. Las fluctuaciones entre el dólar y el euro pueden influir en el rendimiento de una inversión al alza o a la baja.
- ⁶⁰ Fuente: Global Financial Data, Inc., a 19/10/2022.
- ⁶¹ "Federal Reserve Annual Report—Digest of Principal Federal Reserve Policy Actions in 1966", Board of Governors, *US Federal Reserve*, 19/4/1967.
- ⁶² "Meeting Minutes," Staff, *US Federal Reserve*, 4/10/1966.
- ⁶³ Fuente: FactSet, a 21/10/2022.
- ⁶⁴ Fuente: FactSet, a 3/10/2022.
- ⁶⁵ Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis y Securities Industry and Financial Market Association, a 4/10/2022. Commercial and Industrial Loans, 22/9/2021 al 21/9/2022 y emisión de bonos corporativos estadounidenses desde el inicio del año hasta septiembre.
- ⁶⁶ "Merger Announcements Slow as Corporate Cash Builds", Christine Short, FactSet, 8/9/2022.
- ⁶⁷ "Several S&P 500 Companies Step up Capital Spending Faster Than Share Buybacks", Vandana Singh, *Benzinga*, 8/4/2022.
- ⁶⁸ Fuente: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos (US Bureau of Economic Analysis), a 10/4/2022. Inversión en renta fija, excluida la vivienda, segundo trimestre de 2022.
- ⁶⁹ Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis, a 10/4/2022.
- ⁷⁰ Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis, a 4/10/2022. Depósitos menos préstamos y arrendamientos de crédito bancario de todos los bancos comerciales, del 31/12/2007 al 28/9/2022.
- ⁷¹ Fuente: FactSet y Banco de la Reserva Federal de St. Louis, a 21/10/2022. Tipos medios nacionales aplicados a los depósitos: certificados de depósito a 24 meses, rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 2 años, del 31/12/2021 al 30/9/2022.
- ⁷² Fuente: FactSet, a 21/10/2022. Declaración basada en el índice MSCI World con dividendos netos, del 31/12/2021 al 30/9/2022.
- ⁷³ Fuente: FactSet, a 21/10/2022. Punto de equilibrio de la inflación a 10 años, 20/10/2022.
- ⁷⁴ *Ibid.* Punto de equilibrio de la inflación a 5 años, 21/4/2022 y 30/9/2022.
- ⁷⁵ Fuente: Banco Central Europeo y Reserva Federal de Estados Unidos, a 29/10/2022.
- ⁷⁶ Fuente: CME Group, a 21/10/2022.
- ⁷⁷ Fuente: FactSet, a 21/10/2022.
- ⁷⁸ "Natural Gas Markets Expected to Remain Tight Into 2023 as Russia Further Reduces Supplies to Europe", Staff, Agencia Internacional de Energía, 3/10/2022.

⁷⁹ Fuente: FactSet, a 21/10/2022. Afirmación basada en la rentabilidad de los índices MSCI Germany con reinversión de dividendos netos, del 17/11/2022 al 20/10/2022, MSCI Austria con reinversión de dividendos netos, del 10/2/2022 al 20/10/2022, y MSCI Netherlands con reinversión de dividendos netos, del 6/9/2021 al 20/10/2022.

⁸⁰ Fuente: Gas Infrastructure Europe – Inventario de las reservas de gas acumuladas, a 24/10/2022.

⁸¹ *Ibid.*

⁸² *Ibid.*

⁸³ *Ibid.*

⁸⁴ Fuente: "89.8 % of EU Gas Storage Is Filled", *Reuters*, 3/10/2022. Consultado a través de Internet Archive.

⁸⁵ Fuente: FactSet, a 21/10/2022. Afirmación basada en el precio al contado del crudo Brent.

⁸⁶ "Russia's Gas Exports to Europe Drop by 82 % in a Year", Charles Kennedy, *Oil Price*, 23/9/2022.

FISHER INVESTMENTS ESPAÑA®

Sucursal de Fisher Investments Ireland Limited

 Sede de Fisher Investments Ireland Limited:
2 George's Dock, 1st Floor, Dublin 1,
D01 H2T6 Ireland

 800 81 00 92

 www.fisherinvestments.es