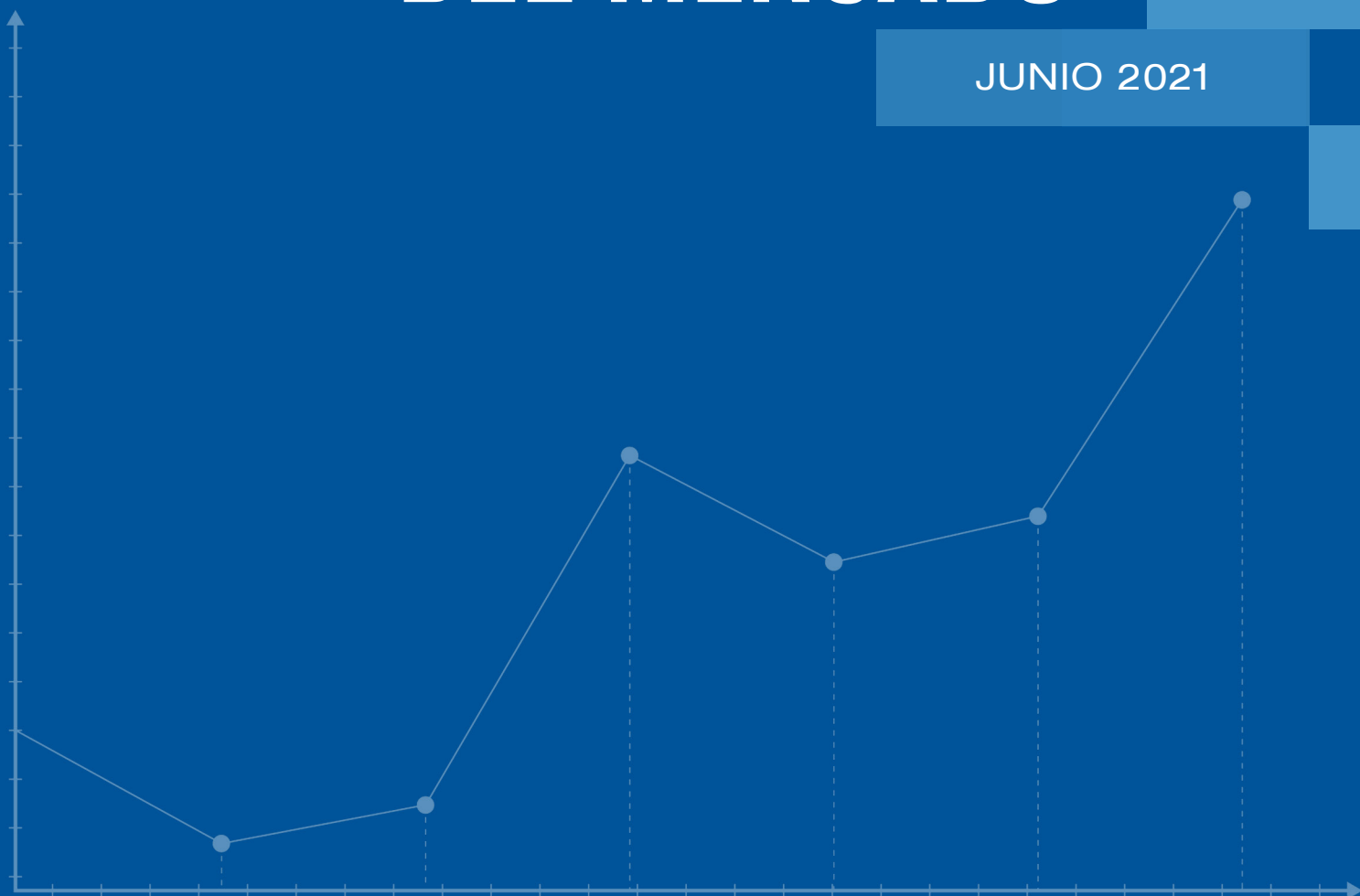


Víctor  
Alvargonzález

# CUADERNOS DEL MERCADO

52

JUNIO 2021



## Índice

<b>Resumen</b>	4
<b>Portada</b>	
Inflación buena, inflación mala	5
<b>Renta variable</b>	
En las correcciones lo importante es obtener información	10
<b>Divisa</b>	
La —¿inexplicable?— fortaleza del euro	12
<b>Misceláneo</b>	
Buenas noticias para el sector inmobiliario	15
<b>Renta fija</b>	
Alternativas al depósito... y a la renta fija	19
<b>Apéndice: notas y glosario de términos</b>	23

## Informe mensual de estrategia

correspondiente  
al mes de  
**junio de 2021**

La inflación es como el colesterol: hay una inflación buena y una mala. Asustar a la gente con lo de “que viene la inflación” es el nuevo argumento de los analistas e influencers que captan clientes y seguidores utilizando el miedo, igual que antes utilizaban el temor a “la crisis”, “la burbuja” o la “represión financiera”.

Pero, para los inversores, que “venga la inflación” no tiene por qué ser malo. Ni siquiera si la que viene es de la “mala”. Lo importante es saber detectar de qué tipo es la que “viene” y situarse en los activos, sectores y países que se benefician de que sea de la “buena” o de la “mala”. Evidentemente la “mala” reduce mucho las opciones de inversión. Pero no las de rentabilidad. Los activos, sectores e incluso países que se benefician de una alta inflación son pocos, pero se benefician mucho.

Hablaremos también de correcciones. Pero como ya hay muchos analistas dedicados a preguntarse si ahora estamos ante una corrección o un cambio de tendencia, y como nosotros pensamos que claramente es una corrección, nos centraremos en cómo sacarle partido a la interesantísima información que se produce durante las correcciones.

Asimismo, en este “Cuaderno” le damos nuestra opinión sobre por qué el euro se mantiene fuerte frente al dólar, los motivos por los que pensamos que se reanimará el sector inmobiliario y, finalmente, pero no menos importante, las alternativas disponibles para sustituir al depósito y a los fondos de renta fija.

Aquí tienen la ideas, en [nextepfinance.com](https://nextepfinance.com) las tienen con nombres y apellidos. Las estrategias de inversión completas, por activos, sectores y países con recomendaciones a corto, medio y largo plazo. Y por supuesto, los fondos de inversión y ETF concretos que permiten ponerlas en práctica.

Todo ello **sin necesidad de cambiar de banco** o de intermediario financiero, porque podemos diseñar su cartera con fondos de su entidad o seleccionando lo mejor del mercado.

Y sin “tocar” en ningún momento su dinero, porque somos asesores y nos limitamos a decirle lo que haríamos si estuviéramos “en sus zapatos”, si me permiten la expresión, no a gestionar directamente su patrimonio.

Puede probar el asesoramiento independiente y especializado de [Nextep](https://nextep.com) desde solo **55 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral).

Esperando que este “Cuaderno” resulte de su agrado, reciba un saludo muy cordial,



## Resumen

**Hay que saber distinguir entre inflación "buena" e inflación "mala".**

**La inflación "buena" lo es para gran parte de la renta variable. La "mala" puede ser buena para determinados activos, sectores e incluso países.**

**Ante la inflación, lo importante es detectar de qué tipo de inflación estamos hablando y quiénes van a ser los beneficiarios y los perjudicados.**

**En las correcciones, más interesante que darle vueltas a cuánto durarán es detectar qué información nos están dando de cara al futuro.**

**Siempre han existido inversiones de bajo riesgo y rentabilidad positiva y el periodo actual no es una excepción. Es cuestión de buscar.**

## Portada

# Inflación buena, inflación mala

### ► Tipos de inflación

La inflación es como el colesterol. Hay un colesterol bueno y un colesterol malo. Con la inflación ocurre algo parecido. Los propios bancos centrales tienen entre sus objetivos que la inflación sea positiva. Eso sí, *ligeramente* positiva, que es la que consideran “buena”. El BCE va incluso más allá y establece como inflación “sana” un IPC “cercano al 2 % anual”.

En el mundo de las inversiones tenemos una ventaja adicional: no solo existe una inflación “buena” que lo es para muchos activos, sectores o incluso países enteros, sino que, incluso cuando es “mala”, se puede aprovechar. Imagínense lo bien que le vendría a un país como Brasil u otros países latinoamericanos que la subida del precio de las materias primas sea duradera. O a Rusia que suba el precio del petróleo de forma consistente.

La inflación “mala” es aquella que es muy elevada y erosiona el valor del dinero y de los diferentes activos, sean financieros o no. Aun así puede ser muy buena

para los productores de materias primas mencionados anteriormente o para la banca, pues una inflación “mala” genera tipos de interés muy altos y si los bancos son capaces de obtener dinero relativamente barato pueden colocarlo con un margen elevado.

Y esto son solo ejemplos. Hay muchos activos y sectores que se ven beneficiados por un aumento de la inflación, que puede ser negativo para la economía en general pero positivo para ellos.

**La inflación es como el colesterol. Hay un colesterol bueno y un colesterol malo. Hay una inflación “buena” y una inflación “mala”.**

Lo mejor de todo es que, utilizando fondos de inversión y sobre todo ahora que existen los ETF —que para el mundo entero son fondos de inversión siendo la única excepción la hacienda española—, se puede invertir de forma

tan fácil en todos esos activos y sectores como si se invirtiera en el Ibex.

Con los ETF podemos afinar mucho más el tiro y dirigir nuestras apuestas “inflacionistas” a subsectores que se benefician del incremento de la inflación e incluso, y muy importante ahora mismo, apostar contra el precio de los bonos.

Porque donde la inflación es casi siempre “mala” es en la renta fija. Hace que suban los tipos de interés, ya sean los del mercado de bonos o los oficiales (los que

establecen los bancos centrales). Y cuando suben los tipos de interés de los bonos cae su precio, porque existe una relación proporcional, inversa y automática entre el precio de los bonos y los tipos de interés (1). Basta ver cómo han ido los fondos de renta fija que invierten en bonos de medio y largo plazo en los últimos meses.

En cambio si la inflación que viene es de la “buena” puede ser un escenario positivo para la renta variable. Aunque no para *toda* la renta variable. Pero veamos primero por qué pueden subir las bolsas en un entorno de inflación “sana”.

En primer lugar, porque normalmente cuando hay inflación hay crecimiento. Ocasionalmente hay inflación con estancamiento y entonces hablamos de “estanflación”, pero claramente no va a ser el caso por el momento, teniendo en cuenta la inundación de liquidez que han creado los bancos centrales y la montaña de dinero de los planes de estímulo promovidos por los gobiernos.

Si la inflación va acompañada de crecimiento, en ese caso estamos hablando de un entorno en el que las empresas aumentan sus ingresos y además pueden incrementar sus márgenes, subiendo ocasionalmente y de forma moderada los precios de sus productos o servicios.

Mientras los costes de producción —y muy particularmente el de la mano de obra— no se disparen, cuando las empresas suben precios lo que hacen es mejorar resultados. Y desde que repunta la inflación hasta que empiezan las demandas salariales pasa cierto tiempo, porque una condición previa para que se produzca un crecimiento sostenido y significativo de los salarios es que disminuya el paro.

Lo anterior es de aplicación a muchos sectores, así que no hay que lamentarse porque haya inflación: hay que utilizarla a nuestro favor, como los especialistas en artes marciales cuando utilizan la fuerza del contrario a su favor.

**Si la inflación va acompañada de crecimiento estamos hablando de un entorno en el que las empresas aumentan sus ingresos y sus márgenes.**

Si vamos a una inflación mayor que antes de la pandemia pero relativamente moderada, las opciones de inversión rentable son muchas. En realidad lo importante es evitar las opciones que se pueden quedar atrás, o al menos reducir su peso en cartera. Lo estamos viendo recientemente con la tecnología, que no es la principal beneficiaria del aumento de la inflación y por eso ya no está en los puestos de cabeza de los índices mundiales.

La clave es tener muy claro quiénes son los beneficiarios, quiénes son los perjudicados y a qué tipo de inflación nos enfrentamos.

Aun así, si la inflación que viene fuera de la “mala”, lo que ocurriría es que se reducirían las opciones de inversión, pero en ningún caso desaparecerían. Es más, las opciones rentables lo serían mucho, porque a los activos, sectores e incluso países a los que les beneficia la alta inflación les beneficia mucho.

Y si me permiten la cuña publicitaria, pero no por eso menos cierta, si la inflación que viene es de la “mala” será más importante que nunca trabajar con un asesor independiente que pueda recomendar cualquier tipo de producto, activo, sector o país.

Un asesor no independiente, cuyo objetivo sea colocar los productos de la casa y sean los fondos típicos de renta variable y renta fija y no pueda acceder a productos sectoriales o de otros activos, no podrá recomendar a sus clientes los activos, sectores e incluso subsectores, países o productos específicos que ganan en un entorno inflacionista.

Y por supuesto, sea cual sea la inflación que viene, es importante revisar la composición de la parte de renta fija de la cartera, porque hablamos mucho de renta variable, pero los españoles son mayoritariamente inversores de renta fija y van a tener que buscar alternativas (ha-

blamos de ellas en el último capítulo de este informe).

### ► La inflación que viene

Aclarado todo lo anterior, llega el momento de “mojarse” y establecer una hipótesis sobre qué tipo de inflación podemos tener en un futuro a medio plazo.

Lo primero que hay que aclarar es el motivo por el que ha repuntado con tanta fuerza. En realidad es algo que ya adelantamos en ejemplares anteriores de estos Cuadernos del mercado y simplemente se ha confirmado.

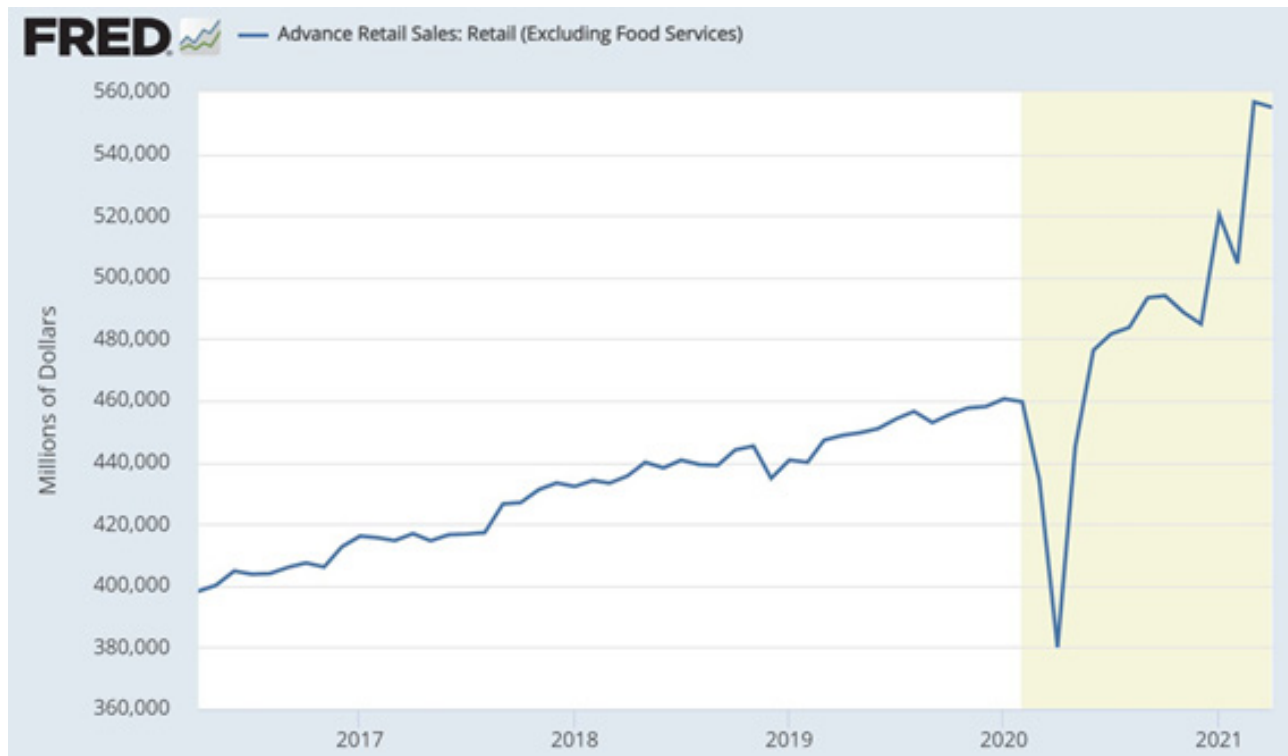
**La clave es tener muy claro quiénes son los beneficiarios, quiénes son los perjudicados y a qué tipo de inflación nos enfrentamos.**

Como dijimos en el número de abril (Cuaderno 38, lo tienen en la hemeroteca de mi web [victoralvargonzalez.com](http://victoralvargonzalez.com)), de la pandemia se saldrá como se ha salido de las guerras: con muchas ganas de vivir y disfrutar de

la vida, lo que en una sociedad de consumo significa básicamente consumir.

Pero cuidado, no era esto lo que opinaba el consenso de analistas (o los “influencers” de las redes sociales). Ahora los datos de ventas minoristas en Estados Unidos confirman que teníamos razón (gráfico número 1).

### Gráfico nº 1: Se disparan las ventas minoristas en EE.UU.



Fuente: Federal Reserve of Saint Louis

Como es lógico, muchos empresarios, especialmente los que escuchaban a esos analistas e “influencers”, han preferido ser prudentes y no cargarse de stocks (inventarios). Lo que más puede temer un empresario es encontrarse con el almacén lleno de productos que no pueda vender. Mejor esperar a ver cómo vuelve la demanda. Pasa igual en la economía mundial: como la demanda ha venido muy fuerte y muy rápido, es la ley de la oferta y la demanda: suben los precios.

Este fenómeno se da a todos los niveles, desde la capacidad de transporte

marítimo pasando por la producción de minerales u otras materias primas. Y con los servicios ocurre algo parecido: no se empieza a contratar a gente ni se compran más equipos informáticos hasta que no se comprueba que la demanda es sólida. Claro, cuando se comprueba que lo es, los empresarios y productores se lanzan a invertir y llenar sus almacenes y todo esto genera un proceso inflacionista, al menos hasta que se equilibre la oferta y la demanda. Y esa es la clave: cuándo se van a equilibrar la oferta y la demanda y a qué precio.



La respuesta está en cuánto tiempo puede durar el cuello de botella. Y, en nuestra opinión, estamos en una economía globalizada donde hay muchos productores dispuestos a suplir la demanda. Y en el lado de los servicios estamos en una revolución digital en la cual muchos de esos servicios son cada vez más digitales. Y en el mundo digital la competencia es muy fuerte.

Lo que queremos decir con esto es que, habiendo sido los primeros probablemente en decir que habría un repunte de la inflación, también hemos matizado siempre que los efectos inflacionistas se verán amortiguados por el hecho de que estamos en plena revolución digital y que son muchos los países en condiciones de satisfacer la demanda una vez se controle la pandemia. Y lo mantenemos.

Hay que tener en cuenta que el cuello de botella descrito anteriormente empeora por la situación de países como India y muchas economías emergentes, donde la vacunación es desgraciadamente mucho más lenta. Afortunadamente también serán vacunados y podrán volver a la normalidad.

En cuanto al transporte, ya hemos visto en otras ocasiones como en el momen-

to en el que suben los precios, rápidamente se incorporan nuevos barcos para el transporte de mercancías, barcos que estaban parados a la espera de una mejora de los precios de los fletes.

En resumen, la inflación va a ser un problema en el corto plazo, pero en el medio plazo se equilibrarán oferta y demanda a un nivel de precios que seguramente

será mayor que antes de la pandemia —porque también lo será el crecimiento—, pero compensado por la globalización y la digitalización, puesto que ambas fuerzas son desinflacionistas.

**Los efectos inflacionistas se verán amortiguados por la revolución digital y porque son muchos los países en condiciones de satisfacer la mayor demanda.**

## Renta variable

### En las correcciones lo importante es obtener información

*La diversificación es una protección frente a la ignorancia. Tiene poco sentido para quienes saben lo que están haciendo.*

WARREN BUFFETT

**E**n la mayoría de las ocasiones en las que se habla de diversificación se hace referencia a comprar de todo. Pero eso no es diversificar. O al menos no como se entiende la diversificación inteligente en las finanzas. Porque si compras de todo al final el resultado suele ser una suma cero.

En realidad una diversificación inteligente es aquella en la que se compran distintos activos con la esperanza de que, al final, el resultado neto del conjunto sea rentable evitando una excesiva volatilidad.

No es necesario llegar al extremo que propone Warren Buffett ni comprar de todo a lo loco. Se puede realizar una diversificación inteligente combinando activos que se mueven de forma inversamente proporcional (amortiguadores) y se

pueden tener activos que se mueven de forma independiente y generan rentabilidad por su cuenta en periodos diferentes.

Cuando se mueven con esa independencia se les llama activos descorrelacionados y son muy interesantes, porque permiten que se amortigüen mutuamente en las bajadas sin por ello perjudicarse en las subidas. Y hay muchos por activos, sectores e incluso países.

Para quien le guste la física diremos que con los activos financieros y sus correlaciones ocurre algo parecido a la relaciones que se establecen entre las distintas partículas: unas se atraen, otras se repelen y otras se mueven de forma totalmente independiente.

**Diversificación inteligente es aquella en la que se compran distintos activos con la esperanza de que el resultado del conjunto compagine rentabilidad y baja volatilidad.**

Así dicho parece muy fácil, puesto que una vez establecidas las correlaciones se trataría simplemente de jugar con ellas. El problema es que, siendo esto cierto, no lo es menos que las correlaciones

cambian. Hay algunas muy potentes y estables en el tiempo, pero normalmente la mayoría son de una manera en un periodo y de otra en otro.

Volviendo al ejemplo de la física, recuerdan un poco a la física cuántica, donde los resultados dependen del observador,

aunque en este caso de lo que depende es de cuál sea la situación económica y financiera. Incluso de otros factores, que van desde motivos financieros hasta simples y puras modas que surgen entre los inversores.

Pues bien, las correcciones juegan un papel muy importante a la hora de ayudarnos a establecer las correlaciones. La unión de las observaciones realizadas durante cierto tiempo en un determinado periodo nos da la información que necesitamos para realizar una diversificación inteligente de nuestras carteras.

¿Qué podemos estar observando en las últimas correcciones que ha tenido el mercado a lo largo del mes de mayo? En primer lugar, lo que llevamos diciendo desde hace mucho tiempo: que hay determinados activos y sectores que aguantan bien las correcciones cuando el motivo de estas es la inflación (por los motivos explicados en el primer capítulo de este cuaderno).

En segundo lugar, que los bonos han entrado en un periodo de correlación claramente negativa con los sectores bursátiles más cíclicos. Es totalmente lógico, puesto que esos sectores se ven beneficiados por la inflación y los bonos no podrían verse más perjudicados que por la

inflación. Pero permítanme insistir en que no siempre ha sido así.

**Las correlaciones entre los activos financieros recuerdan a las de las partículas en la física, que unas se atraen, otras se repelen y otras se mueven de forma independiente.**

También estamos viendo que el oro ha perdido cierto lustre en su correlación positiva con el miedo a la inflación. Aunque recientemente ha repuntado, no lo ha hecho ni de lejos al mismo nivel que las expectativas de inflación. Aunque seguramente si esas expectativas se fueran confirmando con

datos podríamos ver cómo renace la correlación positiva entre inflación y cotización del oro.

Y si el Bitcoin iba a ser el activo que iba a protegernos de la inflación, sus últimos movimientos demuestran que no es así, ya que su valor se ha desplomado justo cuando más se habla de inflación.

El dato más interesante —y más difícil de detectar— es el de los activos y sectores descorrelacionados, es decir, los que no tienen por qué subir o bajar en función de lo que haga la bolsa. En la corrección actual podrían entrar en esa categoría las materias primas o los bonos corporativos de baja calidad crediticia.

Todo lo anterior es de gran utilidad si lo que estamos es ante una corrección, pero también lo es si se trata de algo peor y pudiéramos estar entrando en tenden-

cia bajista. Porque la corrección nos va indicando qué activos, sectores y países podrían hacerlo mejor en una nueva tendencia bajista, ya que los elementos que han generado la corrección suelen ser los que predominan en la posterior tendencia bajista. La tendencia bajista suele producirse como confirmación —e incremento— de los temores que generaron la corrección.

Nuestro consejo: su asesor tiene que tener muy claro cuáles son las correlacio-

nes actuales del mercado, hacia dónde pueden evolucionar y cómo aprovecharlas. Tener eso claro es lo que hará que su cartera de fondos gane con menos volatilidad que el resto del mercado, y que si hay un cambio de tendencia esté preparada para aprovecharlo.

Y decimos su asesor porque el estudio de las correlaciones requiere de mucho tiempo, mucho conocimiento y gente especializada que entienda cuáles han sido esas correlaciones en el tiempo.

**La tendencia bajista suele producirse como confirmación y aumento de los temores que generaron la corrección.**

## Divisas

### La —¿inexplicable?— fortaleza del euro

Según la teoría económica, la fortaleza de una divisa depende básicamente de dos factores: la fortaleza de la economía subyacente a la que le corresponde esa divisa y cómo pague ese país /divisa el dinero, es decir, la rentabilidad de depósitos y deuda a corto plazo del país. En otras palabras, la situación económica y los tipos de interés de corto plazo correspondientes a la divisa en cuestión.

De acuerdo con estos parámetros no habría ningún motivo para que el euro se mantuviera estable o incluso ligeramente alcista frente al dólar, más bien al contrario.

Pero resulta que, pese a que Europa vacuna mucho más despacio que Estados Unidos y el rebote de su economía va a ser más lento y menor que el de Norteamérica, el euro mantiene un cambio estable y con ligera tendencia al alza en lo que va de año.

Y pese a que los tipos de interés norteamericanos son claramente superiores a los europeos tanto a corto como a medio y largo plazo, el euro mantiene una estabilidad que,

vistas estas diferencias que mencionamos, se puede considerar auténtica fortaleza.

Es una clara prueba de fortaleza que cuando todos los elementos que se supone juegan en su contra son evidentes, la divisa en cuestión se mantenga estable o incluso ligeramente alcista.

Para nosotros la respuesta es que el euro está fuerte porque en Europa está entrando mucho dinero. Y no hay ley económica más eficaz que la de la oferta y la demanda. Si hay mucha gente comprando euros, sube el euro.

¿Y qué puede buscar el dinero de los grandes inversores en esta Europa euroesclerótica, hiperregulada y totalmente burocratizada, incapaz de tener una sola empresa entre los líderes digitales? Pues muy sencillo: buscan el dividendo.

Cuando hace tiempo les hablábamos de los beneficiarios de la gran rotación insistíamos hasta la saciedad en que el dinero que saliera de la renta fija iría a buscar un buen dividendo, un dividendo que además de elevado fuera estable y predecible.

Para un gestor de un gran plan de pensiones o de una importante compañía de seguros es muy difícil justificar que va a vender unos bonos porque ya no dan cu-

pón ni plusvalía alguna y lo va a invertir en una empresa tecnológica que tenga buenas perspectivas de crecimiento pero pague poco o ningún dividendo. Especialmente para un gestor europeo.

En Europa no hay líderes digitales ni muchas empresas con claras perspectivas de crecimiento, pero sí hay empresas que pagan buenos dividendos y que, además, por filosofía empresarial europea, suelen ser estables e incluso crecer en el tiempo.

Aclarado el motivo por el que pensamos se mantiene fuerte el euro habría que preguntarse cuánto puede durar ese movimiento, puesto que evidentemente es temporal. No se puede desafiar a la teoría económica eternamente.

La fortaleza del euro dependerá de durante cuánto tiempo resulte atractivo el dividendo europeo en relación con otros activos, particularmente con la renta fija. Y esto dependerá de cuál sea la velocidad en la que los bancos centrales de Europa y Norteamérica empiecen a modificar su política monetaria y de cuánto suban las bolsas europeas.

Porque rentabilidad por dividendo depende del precio de las acciones. Si suben mucho las bolsas europeas esa rentabilidad por dividendo va resultando cada vez menos atractiva.

**El euro está fuerte porque en Europa está entrando mucho dinero en busca de dividendo.**

Y si los bancos centrales empiezan a reducir sus programas de estímulo monetario y finalmente los detienen, se producirá una caída en el precio de los bonos que, como evolucionan de forma inversamente proporcional que los tipos de interés (1), generarán una subida de estos últimos que irá haciendo atractiva la compra de bonos para los gestores que cambiaron de activo en busca de un buen dividendo.

Así que la respuesta se mueve en paralelo: a más baje el precio de los bonos y por lo tanto suban sus tipos de interés y a más suban las bolsas —lo que reduce la rentabilidad por dividendo—, más se acercará el momento en el que la bolsa europea perderá su atractivo por dividendo y se reduzca la demanda de euros.

En un principio esto da un margen bastante amplio de estabilidad al euro. Pensemos que no basta con que suban los tipos de interés norteamericanos. Las instituciones europeas tienen ciertos límites a la compra de bonos norteamericanos puesto que eso implica un riesgo de tipo de cambio, especialmente en un entorno en el que el euro esté fuerte. Hará falta que caiga bastante más de lo que ha caído hasta la fecha el precio de los bonos europeos para que las grandes compañías de seguros, fondos de inversión o fondos de pensiones abandonen sus acciones con un buen dividendo en favor de dichos bonos.

En resumen, y mientras no se produzcan novedades en cuanto al calendario

de cambio en las políticas monetarias de los bancos centrales europeos y norteamericanos, es peligroso asumir un alto riesgo divisa.

Evidentemente esto podría cambiar si sube mucho la inflación en Estados Unidos y la Fed acelera su recogida de velas.

En relación con el calendario, hemos hablado del de la Reserva Federal, pero es importante añadir lo que haga el Banco Central Europeo. Y la respuesta es que será lo mismo pero con como mínimo seis meses de retraso y en menor intensidad que la Fed, es decir, el “tapering” europeo podría producirse en el primer trimestre de 2022 y el cierre del grifo a finales de ese año.

Por cierto, y muy importante: en los mercados los movimientos no se producen con los anuncios oficiales, se producen con las expectativas y los globos sonda. En otras palabras, a lo que hay que estar atento es a cuándo el mercado empieza a descontar el fin del QE (estímulo monetario).

En cuanto a la rentabilidad por dividendo, el otro factor que mantiene vivo al euro, es más fácil: cuando una cesta de bonos europeos empieza a ofrecer un cupón similar a la rentabilidad media por dividendo del Eurostoxx 50, los muy conservadores gestores de fondos europeos empezarán a vender bolsa europea y a pasar ese dinero de nuevo a bonos, activo en el que están mucho más cómodos. Y les da menos trabajo.

## Misceláneo

### Buenas noticias para el sector inmobiliario

Normalmente cuando los bancos centrales inundan el mercado de liquidez suben los bonos, las acciones y el sector inmobiliario. Las inyecciones de liquidez tienen como objetivo incrementar la actividad de la economía real, especialmente el crédito bancario, pero la realidad es que mucho de ese dinero acaba en los mercados.

En el caso de los bonos el impulso es evidente, puesto que para inyectar dinero en el sistema lo que hacen la mayoría de los bancos centrales es precisamente comprar bonos, es decir, fabrican dinero y con este dinero compran bonos. Con la esperanza de que los mayores tenedores de bonos, que son los bancos y los fondos de inversión y pensiones, dediquen ese dinero a dar más crédito, invertir en empresas y mejorar así las condiciones de financiación de particulares y empresas.

A la hora de la verdad, lo que hacen los bancos con gran parte de ese dinero es invertir o especular con bonos y accio-

nes, pero también en el sector inmobiliario, bien directamente, bien mediante el crédito.

El caso es que en esta ocasión se ha notado un incremento de los precios inmobiliarios, especialmente en EE.UU., pero no es comparable al que tuvieron los bonos y al que han tenido recientemente las acciones. Y curiosamente se ha notado muy poco en España.

Desde el punto más bajo alcanzado en la pandemia, el índice SP 500 ha doblado su valor. Y en los últimos meses los índices europeos han subido con fuerza. Pero

no se aprecia ese mismo nivel de fortaleza en el “ladrillo” europeo.

Para nosotros la respuesta al porqué de esa “ausencia” es que la mayoría de los inversores no tienen claro qué tipo de ladrillo será el que suba.

Las dudas tienen toda la lógica del mundo: ¿volverá la gente a las oficinas? Porque

si la mitad se queda trabajando en casa, vaya negocio invertir en oficinas. Es más, con el empujón que se le ha dado a la tecnología y a la práctica del teletrabajo y las reuniones virtuales, probablemente ya no sea tan interesante gastar dinero en una oficina en el centro de la ciudad.

**¿Volverá la gente a las oficinas? ¿Tendrán que estar en el centro de la ciudad? ¿Se comprarán viviendas con jardín en el extrarradio o se volverá al centro?**

Pero el razonamiento contrario es perfectamente válido. Cuando se haya olvidado la pandemia probablemente la mayoría de la gente prefiera volver a trabajar en una oficina. Y tener reuniones físicas, que son mucho más agradables que por “Zoom” o cualquier otro programa de reunión virtual.

Por el lado de la vivienda surgen preguntas muy parecidas: ¿preferirá la gente vivir en un adosado con jardín en el extrarradio a un piso en el centro, por si hubiera otra pandemia? ¿O se olvidará rápidamente? ¿Aprovechará la gente las ventajas del teletrabajo para vivir lejos del centro o no querrán ni verlo?

Son dudas más que legítimas para cualquiera que se plantee invertir en el sector inmobiliario. Cualquier inversor sabe que las preferencias de los inversores y de la sociedad deciden muchas veces el éxito en las inversiones. En los mercados no gana el activo que más me gusta a mí como inversor, gana el que más le gusta a la mayoría de los inversores.

Otra cuestión, un tanto tétrica pero que tiene importancia para el que quiera invertir en vivienda, es la cantidad de viviendas que se han quedado vacías y han heredado los hijos de quienes fallecieron como consecuencia de la pandemia. ¿Qué ha-

rán? ¿Venderán y comprarán algo más barato en las afueras, con lo cual habrá mucha oferta en el centro, o se quedarán a vivir en la casa de sus padres? Estamos hablando de miles de viviendas. Tratemos pues de ir dando respuesta a todas estas cuestiones.

En primer lugar, y de acuerdo con mi experiencia, es solo cuestión de tiempo que todo ese dinero con el que han inundado los bancos centrales el sistema afecte también al mercado inmobiliario.

Especialmente en países como España, donde la inversión en “ladrillo” es una tradición. Pero también en muchos países europeos.

**En los mercados no gana el activo que más me gusta a mí como inversor, gana el que más le gusta a la mayoría de los inversores.**

En segundo lugar, vemos que las dudas empiezan a despejarse. Se van observando parámetros de comportamiento y preferencias que, aunque sean todavía muy leves, van dibujando el escenario para los próximos años.

Vaya por delante que yo no voy a entrar en el detalle, eso queda para los profesionales del sector. Yo me voy a quedar en las líneas generales de quien trabaja el sector inmobiliario por su relación con los fondos de inversión que invierten en dicho sector. Y porque si estás en los mercados tienes buena información sobre hacia dónde van las grandes partidas del dinero de los inversores.



Lo primero que empieza observarse es que, aunque lo de trabajar en casa va a seguir en vigor y tendrá un peso bastante mayor que antes de la pandemia, la mayoría de la gente prefiere volver a la oficina. Al menos durante parte de la jornada. Para empezar, porque la mayoría de la gente no vive en mansiones y por lo tanto puede resultarles muy agobiante estar

todo el día en un piso. Para seguir, porque en España los jefes prefieren el trabajo presencial.

Ya lo vemos en el primer gráfico que aparece en este capítulo: la demanda de alquiler de oficinas está volviendo a niveles previos a la pandemia.

## Demanda de oficinas e industrial en alquiler

La línea de puntos indica el inicio de la pandemia

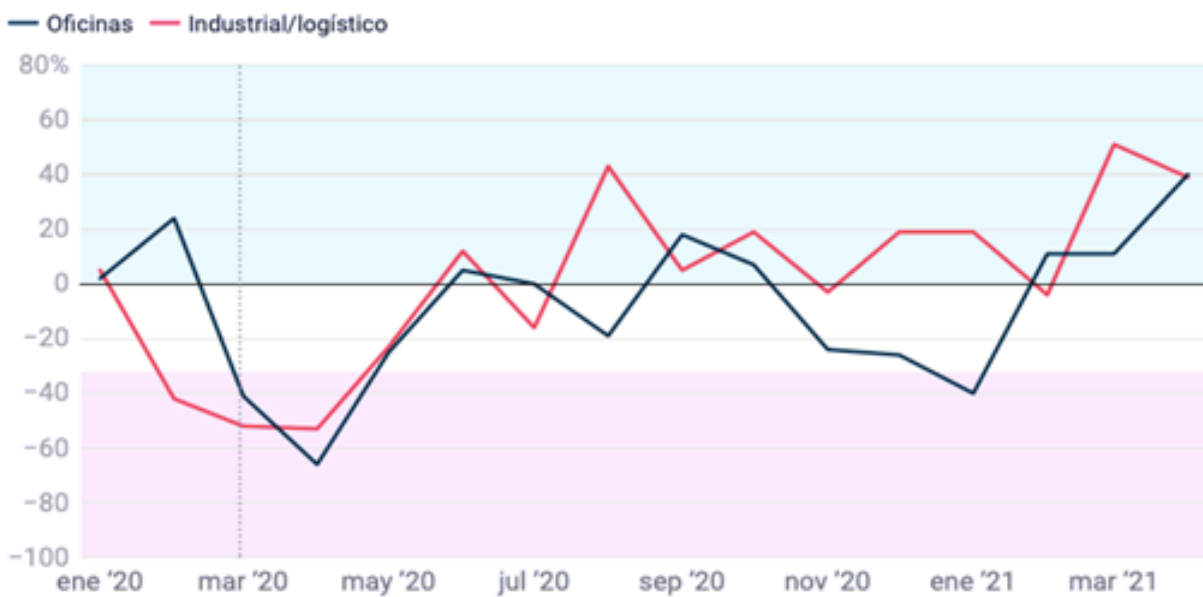


Gráfico: El Confidencial • Fuente: CBRE Recovery Monitor • [Descargar los datos](#) • Creado con [Datawrapper](#)

Fuente: El Confidencial, CBRE.

Pero, como decíamos al principio, el nivel de asistencia de los empleados todavía está muy lejos del que había antes. Lo vemos en el segundo gráfico. Habrá que esperar al momento en el que se alcance

la inmunidad de grupo para sacar conclusiones, pero tiene toda la pinta de que habrá mucha gente que, como mínimo, prefiera un modelo mixto.

## Porcentaje de asistencia de los empleados a los lugares de trabajo

La línea de puntos indica el inicio de la pandemia.

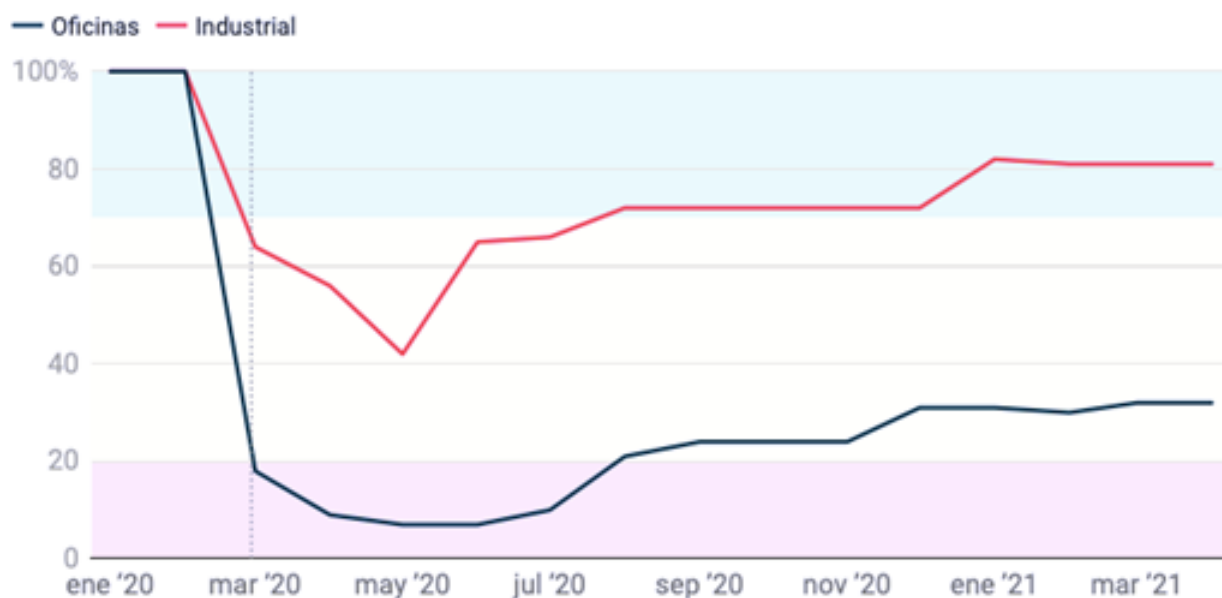


Gráfico: El Confidencial • Fuente: CBRE Recovery Monitor • [Descargar los datos](#) • Creado con [Datawrapper](#)

Fuente: El Confidencial, CBRE.

Lo que ya no está tan claro es que no se aprovechen los avances tecnológicos para poder tener las oficinas en zonas más baratas sin necesidad de estar en pleno centro. Son parámetros importantes a tener en cuenta para quien se plantee la inversión en oficinas.

Por el contrario, por mucho que crezca el comercio electrónico, parece que determinados negocios seguirán funcionando mucho mejor en barrios comerciales que

**Los avances tecnológicos han mostrado que, salvo determinado tipo de servicios, cada vez es menos necesario tener la oficina en zonas céntricas.**

“online”. La pandemia nos ha recordado lo agradable que es ir de compras a determinados barrios comerciales, especialmente en los países donde nos gusta salir a la calle.

Ahora bien, habrá que ir con cuidado, porque aunque evidentemente no estamos como antes del confinamiento, el índice de afluencia a las calles más comerciales está todavía muy lejos de la normalidad, pese a que la gente ha perdido bastante el miedo.

En el caso de la vivienda, no tengo una respuesta clara en cuanto al tipo de vivienda en el que querrán vivir los españoles, pero tengo claro que se mantendrá la preferencia por una vivienda habitual en propiedad y del “ladrillo” como inversión. Eso no va a cambiar porque haya habido una pandemia.

Pero la inversión inmobiliaria deberá de ir acompañada de la inversión financiera. Especialmente en el corto y medio plazo. Sencillamente porque creo que las bolsas lo van a seguir haciendo mejor que el ladrillo, al menos el nacional.

Esta es una opinión en la que no tiene nada que ver que la especialidad de [Nextep](#) sean los fondos de inversión y ETF. En primer lugar, porque se puede invertir en el sector inmobiliario utilizando estos productos. En segundo lugar, porque en [Nextep](#) somos asesores independientes, lo que significa que no cobramos comisiones de los productos que recomendamos. Podemos recomendar el sector inmobiliario de forma directa o a través de fondos y en todos los casos cobramos lo mismo, no tenemos ningún tipo de conflicto de interés por ser vendedores de un determinado producto financiero o inmobiliario. Solo nos guía la rentabilidad.

## Renta fija

### Alternativas al depósito... y a la renta fija

Cuando la bolsa está en tendencia alcista todo el mundo es capaz de ganar dinero. El problema es que ganan dinero, pero asumiendo riesgo. En algunos casos un riesgo muy elevado. Como no puede ser de otra manera cuando se invierte en renta variable.

Ahora bien, lo que ya no es tan fácil es obtener una rentabilidad positiva asu-

miendo poco riesgo. Especialmente cuando te encuentras ante los tipos de interés más bajos de la historia.

Pero más difícil todavía es obtener una rentabilidad positiva, aunque sea modesta, sin asumir ningún tipo de riesgo. Eso, con los fondos de renta fija perdiendo valor como consecuencia de la caída del precio de los bonos hace que el que consigue rentabilidad positiva con bajo riesgo sea el que realmente puede y debe ponerse una medalla.

Antes de seguir les sugerimos que si prefieren escuchar y ver antes que leer, en [este enlace](#) tienen una grabación de la confe-

rencia que dimos recientemente sobre este tema. Con nuestra intervención y la de dos invitados expertos en la parte concerniente a los seguros de ahorro.

Empecemos por aclarar, en primer lugar, que por supuesto que existe la rentabilidad sin riesgo. Ha existido a lo largo de toda la historia y existe actualmente.

Lo que ocurre es que los matices son importantes. Por ejemplo, a seis meses o un año vista es perfectamente posible obtener una moderada rentabilidad positiva y que las probabilidades de perder dinero sean casi nulas.

Y decimos que siempre ha existido la rentabilidad sin riesgo porque durante muchísimos años un depósito en un banco de primer nivel —y hasta 100.000 € en cualquier banco desde que existe el fondo de garantía— ha ofrecido rentabilidad positiva sin asumir riesgo alguno. Y, más recientemente, las cuentas corrientes remuneradas. Los últimos años de rentabilidad cero en depósitos y cuentas son la excepción, no la regla.

Es más, los fondos monetarios invertidos en deuda pública y privada de corto plazo de economías desarrolladas llevan la friolera de 50 años ofreciendo rentabilidad positiva sin riesgo. Es solo muy recientemente que hemos entrado en un periodo de rentabilidad cero o incluso

negativa. Y que durará un tiempo, cierto, pero nada comparable a las décadas de rentabilidad positiva sin riesgo.

Y muy importante: en muchos países existen productos de compañías de seguros que incluso a día de hoy ofrecen rentabilidad positiva sin riesgo de mercado. En Europa este tipo de ahorro ha tenido y tiene un peso enorme (España es la excepción, no la regla).

No es posible obtener una alta rentabilidad —o incluso mediana rentabilidad— sin riesgo, pero siempre ha existido la posibilidad de obtener

una baja rentabilidad sin riesgo. O una baja rentabilidad con poco riesgo, que, en la práctica y a medio y largo plazo, es casi lo mismo.

He mencionado los productos de las compañías de seguros. No es fácil dar con ellos y en muchos casos llevan aparejadas condiciones sobre importes mínimos, etc. Las opciones accesibles a pequeños inversores son muy pocas, pero existen. De hecho estamos preparando una “Nota de Análisis” para los clientes de [Nextep](#) —servicio Premium, Premium+ y Presencial— con algunas sugerencias en este tipo de productos, nota que saldrá a mediados de junio.

A nivel de banca privada hay más posibilidades, aunque generalmente las compañías de seguros obligan a adquirir algún otro producto “de la casa”, normalmente

**En el entorno actual, el que consigue rentabilidad positiva con bajo riesgo y bajo nivel de volatilidad es el que realmente puede ponerse una medalla.**

seguros “Unit Linked”, pero si la compañía de seguros nos deja gestionarlo y tenemos un buen asesoramiento para poder hacerlo, puede ser una buena opción.

Lo que ofrecen las compañías de seguros consiste en compartir un pastel que han comprado previamente. Compran una cartera de bonos con un determinado tipo de interés y le ceden a sus clientes parte de dicho cupón.

Entre los fondos de inversión también hay alternativas de bajo riesgo, aunque el precio sea una baja rentabilidad. Pero no es cero ni negativa. No son fáciles de encontrar, porque bancos y gestoras españolas no se dan por enterados de que, con los bajos niveles de rentabilidad que ofrecen actualmente los activos conservadores, las comisiones “a la española” se comen no ya la poca rentabilidad del fondo sino también el patrimonio del cliente.

## FONDOS MIXTOS MUY CONSERVADORES

Renta variable

Renta fija de corto plazo  
y calidad crediticia media



**Fondos mixtos muy conservadores: la rentabilidad positiva a medio plazo casi está garantizada, pero con posibilidad de cierta volatilidad a corto plazo.**

Afortunadamente y aunque la revolución de las comisiones aquí haya penetrado menos que en el resto del mundo, entre los fondos de inversión hay productos con comisiones muy bajas sin necesidad de invertir grandes importes. Incluidos los ETF, que, salvo para la hacienda española, son fondos de inversión en el mundo entero. De hecho son fondos de tercera generación y también sirven para la inversión conservadora.

**Existen alternativas de bajo riesgo y rentabilidad positiva a la oferta de “brocha gorda” —el mixto de renta fija “de toda la vida”— que ofrecen las entidades bancarias.**

También son importantes los matices en relación con los fondos mixtos. Ahora que la banca presiona a sus clientes para que abandonen la cuenta corriente y compren fondos de la casa, les ofrece fondos mixtos de renta fija. Pero la mayoría no están en absoluto exentos de riesgo y a veces es muy elevado. Y no solo por la parte invertida en renta variable. Imagínense un fondo que tenga el 70 % de la

cartera en renta fija y se trate de bonos de medio y largo plazo... ¡en pleno periodo de repunte de la inflación!

La buena noticia es que existen alternativas de bajo riesgo y rentabilidad positiva en los fondos mixtos. La mala es que no se encuentra en la oferta de “brocha gorda” —el “mixto de renta fija de toda la vida”— que ofrecen la mayoría de las entidades bancarias.

La solución está en trabajar en arquitectura abierta —para acceder a una oferta muy amplia y comisiones muy bajas— y en entender los matices. Los bonos tienen que ser corporativos —que dan un cupón algo más alto—, con vencimiento a corto plazo para que no sufran las oscilaciones de los tipos de interés y que el riesgo de impago sea menor que en los vencimientos de largo plazo (la visibilidad de pago es mayor en el corto plazo que en el medio y largo). El peso de la renta variable tiene que ser muy reducido.

Hablando de comisiones, si son suscriptores de estos cuadernos desde hace tiempo —y sobre todo si son clientes de **Nextep**— sabrán que se pueden comprar fondos de inversión en las llamadas “clases limpias”, en las que la comisión de gestión se reduce a la mitad. Exactamente los mismos fondos que en las plataformas menos competitivas que no ofrecen clases limpias cuestan el doble.

Lo de trabajar con clases limpias en el caso de fondos de renta fija mixta conservadores es simplemente fundamental para que se cumpla la regla de tener una rentabilidad positiva con bajo riesgo. Y le recordamos que en **Nextep** no solo seleccionamos fondos de inversión y ETF, también les ayudamos a localizar las plataformas de intermediación —bancos— que ofrecen los productos con las comisiones más competitivas (sin por supuesto cobrar nosotros comisión alguna de dichas entidades, puesto que somos independientes y solo cobramos de nuestros clientes).

En el mundo de la inversión colectiva es todavía mejor utilizar ETFs (fondos cotizados). Ciertamente, no tienen la ventaja fiscal del traspaso libre de impuestos de los fondos tradicionales, pero estamos hablando de sustituir a un depósito, cuyos intereses “pasan” todos los años por hacienda.

Es más, en un ETF no pagamos impuestos hasta que lo vendamos, por lo que podemos ir acumulando los rendimientos durante todo el tiempo que queramos.

La enorme ventaja del ETF estriba en la comisión de gestión, que es bajísima para cualquier importe. Los ETF permiten a los pequeños inversores trabajar con comisiones a las que normalmente solo se tiene acceso si se realiza una inversión muy elevada.

## ¿QUÉ ES UN “ETF DE RENTA FIJA CORPORATIVA DE CORTO PLAZO”?

- Bonos de empresas
- Calidad crediticia media & baja (mayor cupón)
- Vencimientos de corto plazo (menor riesgo de impago, la rentabilidad se adapta a la inflación)
- Diversificación (menor impacto impagos)



### ETFs de renta fija de corto plazo, la tercera generación de fondos conservadores

Para acabar —pero no menos importante—, es fundamental tener claro que los fondos de renta fija no son alternativa y hay que buscarles sustitutos, porque sus problemas solo acaban de empezar. Las pérdidas relativamente moderadas que están viendo son solo el principio. Ahora es por el repunte de la inflación, pero luego llegará el “tapering” y posteriormente

los bancos centrales cerrarán el grifo y dejarán de comprar bonos.

A los fondos de renta fija de medio y largo plazo les queda un auténtico viacrucis, lo que hace imperativo encontrar productos sustitutos para las carteras conservadoras y para la parte conservadora de casi todas las carteras de fondos.

## Apéndice

### Notas y glosario de términos

En este informe me limito a dar mi opinión sobre los mercados y comento, de forma genérica, cómo hago mis inversiones, sin considerar más perfil de inversión que el mío propio, el cual no tiene por qué coincidir con el del lector.

Este es, por lo tanto, un servicio puramente informativo y una opinión exclusivamente personal, que trata de aportar ideas e información y no sustituye en ningún caso un asesoramiento perfilado, personalizado y donde se haya analizado previamente y con detalle el perfil del inversor.

Para realizar estas tareas ponemos a su disposición el servicio de asesoramiento independiente y personalizado de Nextep Finance, en [www.nextepfinance.com](http://www.nextepfinance.com), donde le recomendaremos una cartera totalmente a la medida, con fondos de su o sus entidades financieras habituales o seleccionando lo mejor del mercado y con un servicio de seguimiento donde le avisaremos de todos los cambios que deba realizar. Además, le daremos todo tipo de ideas de inversión, información sobre noticias que afecten a los mercados y acceso a webinars de estrategia y de formación. Y todo por un precio realmente atractivo: **desde 55 €** al trimestre (servicio básico con cuota trimestral).

## Notas

(1) La relación entre los tipos de interés y el precio de los bonos:

► Supongamos que compro un bono que ofrece un cupón del 3% anual. Supongamos a continuación que, como consecuencia de la bajada de tipos en el mercado, un bono similar ofrece seis meses después un tipo de interés del 2%. Obviamente yo no voy a vender mi bono —que ofrece un 3%— por el mismo precio que se vende en el mercado el que ofrece un 2%. Lo venderé por un importe superior que equilibre los cupones. Al bajar el tipo de interés del mercado el precio de mi bono ha subido.

Así funciona el mercado: el precio de un bono sube cuando el tipo de interés de bonos similares cae en el mercado. Que es más o menos lo que lleva ocurriendo en Europa desde hace décadas. A finales de los 80 el bono español a 10 años ofrecía un cupón superior al 10%. Actualmente es superior al 0,40%. De ahí el buen comportamiento que han tenido los fondos de renta fija en el periodo: bono comprado, bono que se revalorizaba al cabo de unos años. Pero ahora el margen de bajada es mínimo, por no decir nulo. Y no les quiero decir si subieran los tipos de interés. El valor de los fondos de renta fija, especialmente los de largo plazo, caería a plomo. De hecho ya está pasando.