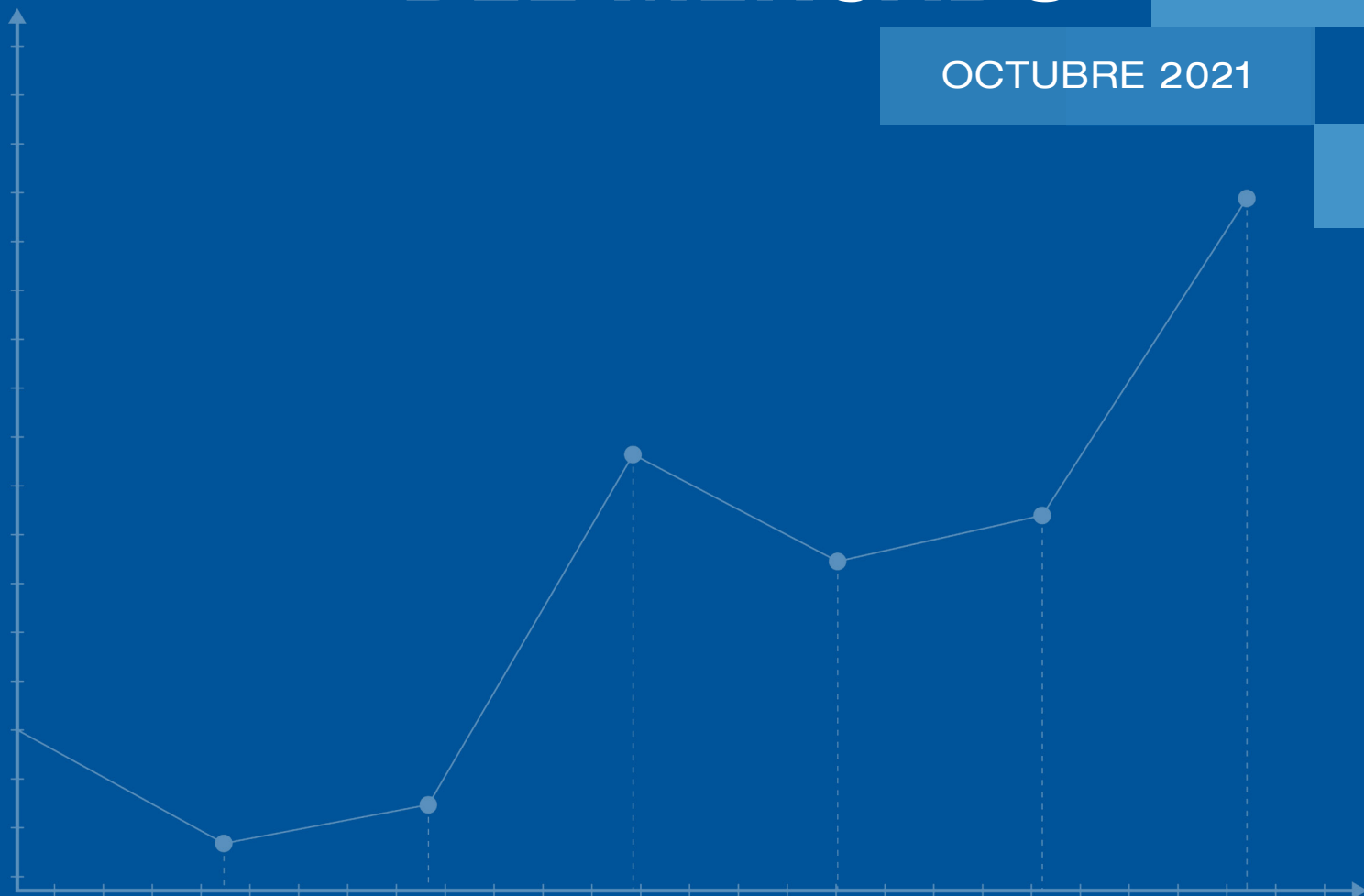


Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

56

OCTUBRE 2021



Índice

Resumen	4
Portada	
La “Fed” mueve ficha: empieza la partida	5
Renta variable	
Tomándole la temperatura a China	13
La gasolina que llega a las bolsas	15
¡Son los ingresos, estúpido!	17
Renta fija	
La espiral de la deuda	19
Apéndice: notas y glosario de términos	21

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de
octubre
de 2021

Establecer una estrategia de inversión en base a lo que pudiera ocurrir con un virus y las probabilidades de conseguir una vacuna fue una tarea difícil. Pero en el fondo era cuestión de sentido común: si íbamos a estar confinados, había que apostar por la economía del confinamiento —el Nasdaq— y luego subirse al carro del estímulo monetario de los bancos centrales. Es lo que hicimos en [Nextep](#) (con muy buenos resultados, por cierto).

Ahora nos movemos en un terreno mucho más familiar, pero igual de impredecible. Porque todo va a depender de cuál sea la inflación y no tenemos precedente histórico de cuál puede ser tras una pandemia global. Los tenemos tras una guerra mundial (inflación), pero entonces no existía la revolución digital (desinflacionista). Así que hemos desarrollado un modelo con varios escenarios de inflación que, a su vez, establecen casi automáticamente la hoja de ruta a seguir por activos, sectores y estilos de gestión.

Luego hablamos del “Lehman chino”, o más bien de cómo evitar los errores que han cometido quienes lo anunciaron como tal. Y las enseñanzas de cara al futuro a la hora de identificar posibles crisis. A continuación entramos de lleno en la renta variable y les explicamos por qué pensamos que las bolsas van a seguir teniendo gasolina. Y cómo analizar correctamente la evolución del SP 500 en lugar de juzgar el libro sólo por la portada.

Finalmente les dejamos una guía para cubrirse ante la tormenta que ha llegado a los fondos de renta fija —tal y como predijimos— y que sólo acaba de empezar. Conviene saber muy bien dónde estamos y, sobre todo, dónde NO debemos estar. Si sus carteras no han sido asesoradas por [Nextep](#) podrían tener auténticas bombas de relojería dentro de los fondos de renta fija.

Aquí tienen las ideas, en [nextepfinance.com](#) las tienen con nombres y apellidos. Estrategias de inversión personalizadas por activos, sectores y países, con fondos de inversión y ETF concretos. La legislación española establece que el asesoramiento personalizado deben realizarlo entidades registradas en la CNMV y es lo que hacemos vía Nextep Asesores Financieros EAF, registrada en la CNMV con el número 226.

El asesoramiento de [Nextep](#) se realiza **sin necesidad de que tenga Ud. que cambiar de banco o de intermediario financiero**. Podemos diseñar su cartera con fondos de su entidad o, si lo desea, con lo mejor del mercado. Sin “tocar” en ningún momento su dinero, porque somos asesores y nos limitamos a decirle lo que haríamos si estuviéramos “en sus zapatos”, no a gestionar su patrimonio.

Puede probar el asesoramiento independiente y especializado de [Nextep](#) desde sólo **55 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral). Y seguirá recibiendo estos cuadernos porque están incluidos en todos los servicios de Nextep.

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



victoralvargonzalez.com
info@victoralvargonzalez.com

Víctor Alvargonzález

Resumen

La evolución futura de todos los activos, sectores, países y estilos de gestión va a depender fundamentalmente de una cosa: el nivel de inflación.

Ahora la inflación es impredecible. Pero los indicadores adelantados nos dirán hacia dónde va. Y sabemos qué estrategia aplicar en cada caso.

Antes de dar por muerta a China hay que medir la temperatura de su salud económica y financiera.

Ahora es cuando más dinero va a salir de la renta fija. Y uno de los beneficiarios va a ser la renta variable.

La tormenta en la renta fija sólo acaba de empezar. Hay que asegurarse de que no tenemos bombas de relojería en las carteras de fondos.

Portada

La “Fed” mueve ficha: empieza la partida

De las palabras a los hechos

Como lo que vende son las “burbujas” y las crisis, las decisiones de la Reserva Federal de los Estados Unidos y las declaraciones de su presidente quedan en un segundo plano. Genera más seguidores hacer ruido sobre Evergrande que hablar de la Fed. Pero es más importante lo que haga esta última.

Hemos llegado a un punto en el que ya no se trata solo de los medios y las redes. La mayoría de los analistas han perdido todo tipo de objetividad y medida a cambio de conseguir un “like” o un “retuit” de su último comentario en redes.

Por el contrario, los mercados sí que tomaron nota de la reunión de la Fed. Y nosotros en [Nextep](#). Por eso empezamos este “Cuaderno” analizándola para Uds. y no hablando del “Lehman chino”.

Para empezar, la Reserva Federal ha

dejado bien claro que empieza una nueva etapa. Tras más de diez años inyectando liquidez en el sistema (lo que se conoce como “Quantitative Easing” o “QE”). Las medidas extraordinarias sólo deben estar en vigor en circunstancias extraordinarias. La Fed lo sabe y tenemos que ir haciéndonos a la idea de que, salvo que se produzca algún otro evento extraordinario, en los próximos años no habrá QE. Todo un cambio de escenario.

Los eventos extraordinarios que hicieron necesaria la intervención masiva de la Fed fueron la crisis financiera de 2008 —los primeros QE— y luego la pandemia. Ahora la economía ya no necesita de respiración asistida.

Las medidas extraordinarias son sólo para circunstancias extraordinarias. Tenemos que ir haciéndonos a la idea de que en los próximos años no habrá QE.

En realidad se trata de un movimiento anunciado hace tiempo. Fue después de la reunión anual de Jackson Hole y lo comentamos en el número anterior de estos cuadernos. Fue positiva para la renta variable y solo ligeramente negativa para los bonos, como también adelantamos. En esta segunda ocasión el mensaje ha sido más concreto. Y más potente.

La reacción ha sido similar a la anterior en la renta variable. Un alza especialmente significativa, dado que de lo que se

hablaba en todos los sitios era de Evergrande y cómo se contagiaria al resto del mundo, etc.

Pero en esta ocasión parece que los inversores en bonos —renta fija— se han empezado a caer definitivamente del guindo. Se van dando cuenta de que la Reserva Federal de los Estados Unidos es con diferencia el mayor comprador de bonos del mundo. Y no hace falta ser un genio para entender que, cuando se retiren, caerá el precio de los bonos. Y lo mismo se puede decir del BCE aunque vayan a tardar más tiempo. Y ningún inversor se quiere quedar con el “florero”.

La primera víctima de que el “tapering” pase de los hechos a las palabras son los bonos, porque el QE consiste en comprar bonos (con dinero que fabrica la Fed y que pretende que acabe en la economía). Y se está pasando de las palabras a los hechos. La Fed empezará por comprar menos y a mediados del año que viene dejará de comprar totalmente. Y detrás de ella irá el BCE.

Como también dijimos, a las acciones —renta variable— que la Fed reduzca sus compras de bonos y luego cierre el grifo no tiene por qué afectarles negativamente, siempre que el movimiento no sea ex-

cesivamente fuerte o excesivamente brusco. Las acciones son de empresas y si se está cerrando el grifo es porque la economía se recupera.

El escenario actual —y por el que apuestan los mercados— es el de un tapering “amable”. El problema es que los bancos centrales proponen, pero es la inflación quien dispone. Podemos tener distintos posibles escenarios de inflación que a su vez generan diferentes escenarios para la renta fija y la renta variable. Vamos a verlos, utilizando diapositivas de la última presentación que hicimos en [Nextep](#) (la presentación completa está a disposición de los clientes en su área privada de la web).

Tenemos distintos posibles niveles de inflación que generan diferentes escenarios para la renta fija y la renta variable. Lo importante es tenerlos muy claros.

Los escenarios

Escenario n.º 1 / La inflación “vuelve al redil”



nextepfinance.com
@NextepFinance



Inflación “vuelve al redil”: tapering *muy amable*

- ▶ Lento fin del QE.
- ▶ No hay QE inverso en mucho tiempo.



Positivo para las bolsas.



Neutral – ligeramente bajista en los Bonos

Fuente: Nextep Finance

Es el escenario actual, así que hay poco que comentar. Sólo aclarar que cuando decimos “volver al redil” nos referimos a que, aunque la inflación ahora sea muy superior a los objetivos de los bancos centrales, vuelva en unos meses a donde estaba antes de la pandemia, una vez se normalice la situación económica. De hecho es el escenario preferido de las autoridades monetarias y al que le dan más probabilidades.

El emoticono representa a los bancos centrales. En este caso estarían lógicamente contentos. Y decimos

No es lo mismo que los bancos centrales manejen la inflación que la inflación les maneje a ellos.

“los”, en plural, porque nos referimos tanto a la Fed como al BCE. Este último se resiste a dejar de comprar bonos —por motivos políticos—, pero al final harán lo que les obligue a hacer la inflación que haya en la eurozona.

Antes de seguir, un apunte importante: la misión de los bancos centrales es adelantarse a la inflación y evitar así los excesos (inflación alta o deflación). Pero, en la práctica, en la situación actual su posición es más reactiva que proactiva.

La inflación ya ha superado todos sus objetivos. Que “vuelva al redil” es un deseo y una esperanza. Pero actuarán en función de lo que dicte el nivel de infla-

ción, no a la inversa. Esto puede tener su importancia en el futuro, porque no es lo mismo ir manejando la inflación que la inflación te maneje a ti.

Escenario n.º 2 / Inflación superior a antes de la pandemia, pero dentro de los objetivos de los bancos centrales




Inflación superior a ciclo anterior, pero dentro de objetivos BCs: Tapering amable

- ▶ Fin del QE.
- ▶ Drenaje “paciente” de liquidez.
- ▶ Lenta vuelta a tipos de interés oficiales ligeramente positivos.



Positivo para las Bolsas. Cambio sectorial.



Negativo para clientes “Roboadvisors”



Negativo para los Bonos

nextepfinance.com
@NextepFinance

Fuente: Nextep Finance

En este caso la forma de quitarle la respiración asistida a la economía —e indirectamente a los mercados— sería amable, pero los bancos centrales se lo tomarían con menos calma. Se adelantaría el fin del QE y se empezaría a hablar del “QE inverso”, es decir, del drenaje de liquidez (lo contrario de inyectar liquidez). En cuanto a las subidas de tipos, que en el caso anterior serían como pronto a finales de 2022 o ya en 2023, en este escenario se adelantaría a 2022.

Para los bonos sería muy nocivo. Imagínense: que se hable de que los bancos centrales vendan bonos en lugar de comprarlos a mansalva como han hecho hasta la fecha.

Las bolsas mantendrían la tendencia alcista pero el ángulo de la pendiente sería menor. En la presentación a la que hacemos referencia, y que está a disposición de los clientes Premium, Premium+ y

Presenciales, también explicamos las distintas formas en las que se puede corregir ese ángulo. Y cuál debe ser la estrategia de inversión en cada caso. También se reforzaría el proceso de rotación interna del mercado, del que hemos hablado en números anteriores (por ejemplo en el de octubre de 2020, en el capítulo “El efecto espejo”) y en muchos informes y vídeos de [Nextep](#).

Para quien podría ser negativo este escenario es para los clientes que confían su gestión a los roboadvisors. En la práctica este tipo de “gestión” consiste en replicar la evolución de alguno de los índices más importantes, normalmente el SP 500 o el

MSCI World. El problema es que en este nuevo escenario habría muchos sectores e incluso países que lo harían mejor que estos dos índices.

Ocurre todos los años. Por ejemplo, en 2020 el sector tecnológico y China ganaron por goleada al SP 500 y al MSCI World, pero los roboadvisors se limitaron a seguir la evolución de estos grandes índices.

Si se produce el escenario mencionado anteriormente volveremos a ver ese tipo de diferencias sectoriales e incluso por países. El coste de oportunidad de estar indexado a un índice grande sería elevado.

Escenario n.º 3 / La inflación supera consistentemente los objetivos de los bancos centrales



nextepfinance.com
@NextepFinance



Inflación supera objetivos de forma consistente

- ▶ Rápido fin del QE.
- ▶ Inicio del QE inverso (drenaje de liquidez)
- ▶ Subida casi inmediata de los tipos de interés oficiales



Fin de la tendencia alcista Bolsas. Excepciones sectoriales.



Nuevas tendencias por activos y sectores.



Muy negativo para clientes de “[Roboadvisors](#)”



“[Crash](#)” en los Bonos



Riesgo de crisis financiera por derrumbe del mercado de bonos

Fuente: Nextep Finance



victoralvagonzalez.com
info@victoralvagonzalez.com

De producirse esta situación se acabaría ipso facto la “amabilidad” de los bancos centrales. Se pasaría a subir los tipos de interés sin contemplaciones y se empezaría a retirar liquidez del sistema.

Pero fíjense que decimos que los objetivos se superan de forma “consistente”, es decir, no sería porque se superen pasado mañana, sino porque pasen varios meses y la inflación no descienda de los niveles actuales.

En este caso quienes se han pasado tantos años anunciando “la crisis,” la explosión de “la burbuja” y cosas parecidas conseguirían tener razón, al menos por una vez (de hecho en eso consiste el plan: si todos los años anuncias una crisis, alguno acertarás).

En cuanto a las bolsas, no caería todo, pero sí casi todo. En un escenario así es muy importante trabajar en arquitectura abierta —plataformas en las que haya mucha variedad de fondos y muchas gestoras distintas—, porque la rentabilidad pasaría a activos y sectores muy distintos de los que se utilizan habitualmente, incluidas determinadas divisas y algún tipo de criptomoneda que para entonces esté adecuadamente regulada, supervisada y comúnmente aceptada como para tener grado de inversión (el “grado

de inversión” es una calificación que establece si determinados activos pueden ser adquiridos por los grandes inversores institucionales).

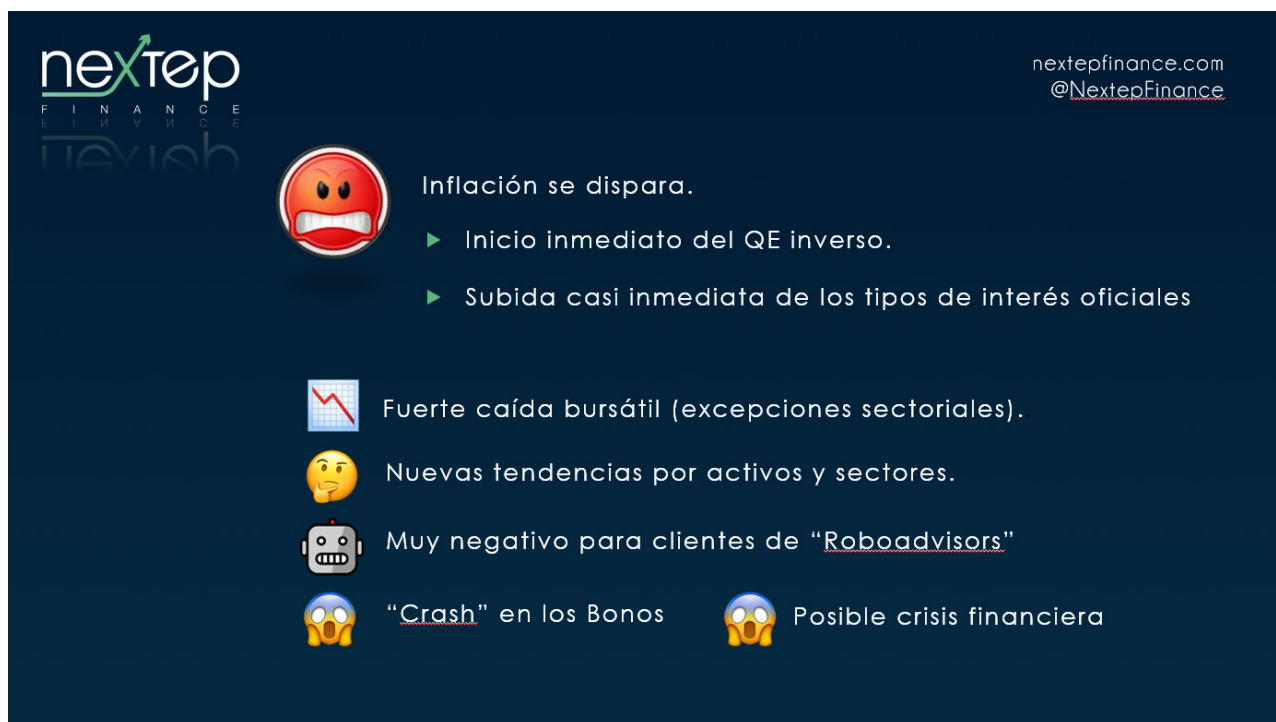
Evidentemente sería un muy mal escenario para los clientes de los gestores automatizados, que se limitan a seguir a los grandes índices. Los grandes índices caerían con fuerza y no levantarían cabeza. Y, como digo, la rentabilidad habría que buscarla en otros activos y sectores que podrían estar muy alejados de los grandes índices bursátiles.

Lo de los bonos sería un desastre. Imaginen alguien que haya comprado en los últimos años bonos con rentabilidad negativa o que solo paguen un pequeño tipo de interés y que la inflación subyacente se estabilice en el 3 %. Nadie querrá esos bonos. Y los bancos centrales tampoco estarán ahí para comprarlos. Es una mezcla explosiva que podría

generar una auténtica crisis financiera.

Si se superaran consistentemente los objetivos de inflación de los bancos centrales, se acabaría inmediatamente su “amabilidad”.

Escenario n.º 4 / La inflación se dispara y está fuera de control



nextep
FINANCE

nextepfinance.com
@NextepFinance

 Inflación se dispara.

- ▶ Inicio inmediato del QE inverso.
- ▶ Subida casi inmediata de los tipos de interés oficiales

 Fuerte caída bursátil (excepciones sectoriales).

 Nuevas tendencias por activos y sectores.

 Muy negativo para clientes de "Roboadvisors"

 "Crash" en los Bonos

 Posible crisis financiera

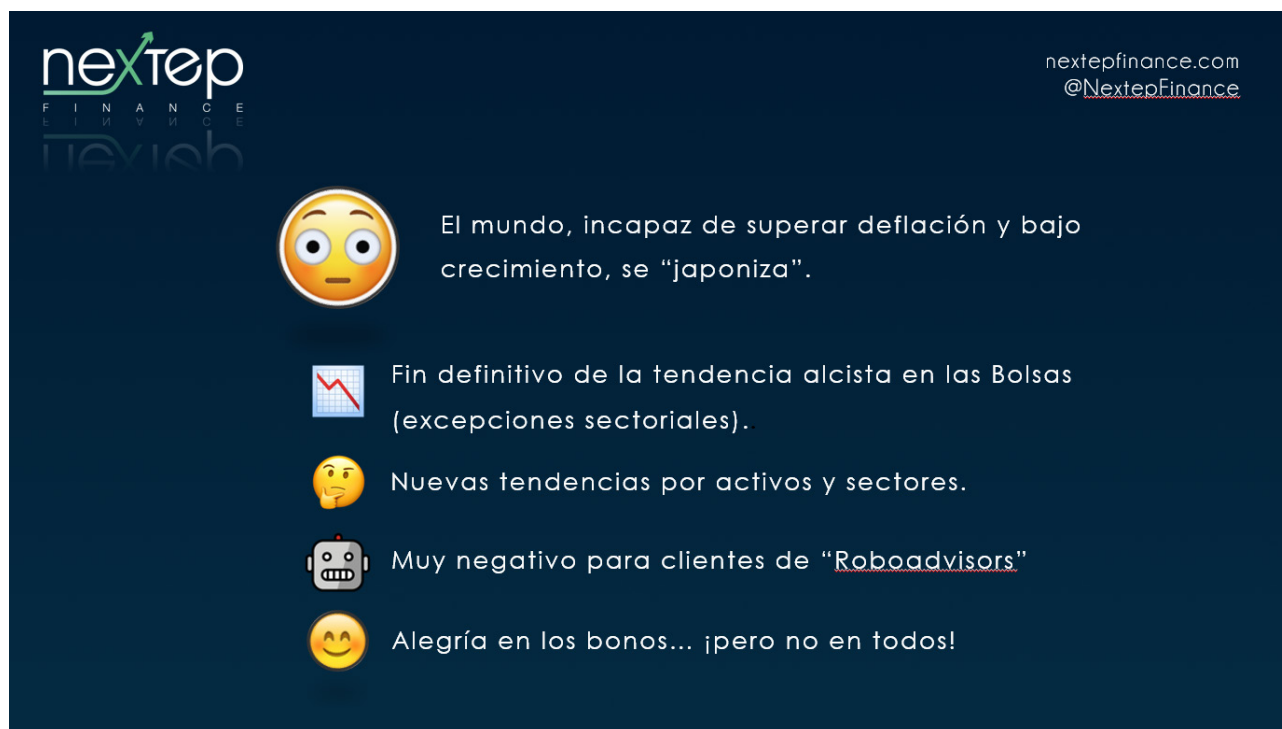
Fuente: Nextep Finance

En este escenario los bancos centrales se convierten en el peor enemigo de inversores y ahorradores. En los bonos el "crash" estaría garantizado. Algo parecido al ejemplo anterior pero con la inflación estabilizada en el 5 % o 6 %. Imaginen lo que valdrían esos bonos que ha comprado tanta gente con rentabilidad negativa o del "cero coma" (comprados vía fondos de renta fija, cuyo valor se desplomaría).

Para los inversores que tienen en mayor o menor medida indexado su dinero a los grandes índices vía roboadvisors, el desastre también sería absoluto. Además no podrían cubrirse poniéndose "cortos"

—apostar por la caída de estos índices— o poner su dinero en oro o divisas fuertes. No es algo que hagan este tipo de gestores.

Escenario n.º 5 / El mundo vuelve a la desinflación y el bajo crecimiento



nextep
FINANCE

nextepfinance.com
@NextepFinance

El mundo, incapaz de superar deflación y bajo crecimiento, se "japoniza".

- Fin definitivo de la tendencia alcista en las Bolsas (excepciones sectoriales).
- Nuevas tendencias por activos y sectores.
- Muy negativo para clientes de "Roboadvisors"
- Alegría en los bonos... ¡pero no en todos!

Fuente: Nextep Finance

Una de las características de los mercados es su tendencia a hacer lo contrario de lo que se espera de ellos. Sobre todo lo contrario de lo que espera el consenso de analistas. No significa que siempre sea así, pero es cierto que el consenso acierta menos de lo que se equivoca.

Los escenarios considerados ahora menos probables son los más extremos, es decir, el número 4 (inflación disparada y fuera de control) y este que analizamos ahora, el de la "japonización".

En este escenario, una vez pasa el efecto del estímulo monetario de los bancos centrales y el estímulo económico de los gobiernos, se vuelve a la situación de bajo crecimiento y baja inflación anterior. Agravado por el hecho de que los bancos centrales tendrían mucha menos munición para levantar el ánimo de la economía (se la han gastado en los QE anteriores).

Afortunadamente la inflación no es como un virus: se la ve venir, es medible y además sabemos qué activos funcionan bien en cada nivel de inflación.

La situación sería especialmente mala en Europa, una economía mucho menos dinámica que la norteamericana o la asiática, cargada

de excesos regulatorios, burocráticos, impositivos y falta de apoyo a las empresas.

Lo único bueno de este escenario es que ya sabemos qué es lo que “funciona”

bien y qué no a la hora de invertir, ya que se parecería mucho a lo ocurrido en Japón durante décadas y hasta hace relativamente poco tiempo. Solo tendríamos que mirar al pasado.

Conclusión

En los próximos meses ganará quien sepa adelantarse a la evolución de la inflación, lo cual —y esta es la buena noticia— es perfectamente posible si se saben seguir e interpretar los indicadores adelantados adecuados. Desde luego hay que aclarar que tampoco es fácil.

Afortunadamente, la inflación no es como un virus: se la ve venir, es medible y sabemos qué activos y sectores funcionan bien en cada nivel de inflación. Así que pueden imaginarse cuál va a ser nuestra prioridad en [Nextep](#) de cara a los próximos meses.

Renta variable

Tomándole la temperatura a China

Los agoreros profesionales creían haber encontrado en Evergrande el “evento Lehman”, gracias al cual iban a conseguir que sus profecías sobre una nueva crisis y la explosión de “la burbuja” —cualquier burbuja— se hicieran realidad, tras tantos años de sequía. Se acercaba el momento “ya lo dije”.

Pero los deseos llevados al extremo nublan la visión. Quienes anunciaron el “nuevo Lehman” o el “Lehman chino” de-

seaban tanto que se produjera que no calcularon bien. Han disparado demasiado pronto, sin comprobar tomarle antes la temperatura y la tensión al “paciente”, en este caso, a China.

Respecto a los hechos, han olvidado que China es una dictadura y por lo tanto absorber un problema como el de Evergrande es más fácil que en una democracia. Ya lo dijimos en el podcast que enviamos a los clientes de [Nextep](#) cuando saltó la noticia: los activos y pasivos de Evergrande serían adjudicados “por decreto” a otros conglomerados similares. Por supuesto, si lo ocurrido con Evergrande se contagiara a decenas de empresas chinas similares, entonces sí tendríamos el “evento Lehman”. Pero por el momento no es el caso.

Otro grave error fue comparar la situación del sector inmobiliario y financiero en China con la situación actual de estos mismos sectores en Europa y Estados Unidos. No tienen nada que ver. También se ha comparado la situación de estos sectores en Europa y Norteamérica con la situación en 2008. Esa comparación está todavía más fuera de lugar. Ni el endeudamiento de entonces en Europa y EE.UU. es comparable con el actual, ni los tipos de interés, ni la fortaleza del sector.

Pero, como digo al principio, lo peor fue no tomar ni la temperatura ni la tensión al supuesto enfermo. Es lo primero que hacen los médicos cuando entra un pacien-

te por la puerta y es lo primero que tenemos que hacer a la hora de mirar a China, entre otras cosas porque es un país donde la información es bastante opaca y por lo tanto funciona lo de “por sus actos los conoceréis”, es decir, por sus indicadores fundamentales.

Los agoreros han disparado demasiado pronto. Necesitaban que sus predicciones se hicieran finalmente realidad tras muchos años de sequía.

El más importante indicador es la salud de su divisa. Como bien señaló David Cano (Afi) en su cuenta de Twitter durante los días en los

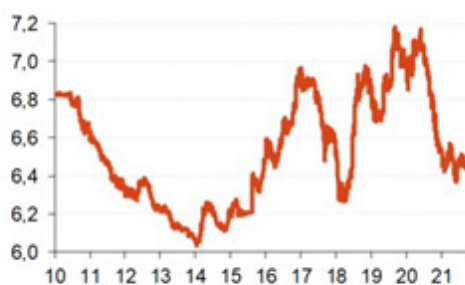
que se hablaba de Evergrande como el nuevo Lehman, la divisa china se mantenía estable con respecto al dólar americano — en 6,46 CNY/USD— e incluso se apreciaba ligeramente en relación con el euro, hasta 7,583 CNY/EUR (ver gráfico n.º 1).

Gráfico n.º 1: Evolución del RMB frente al dólar USA y el euro



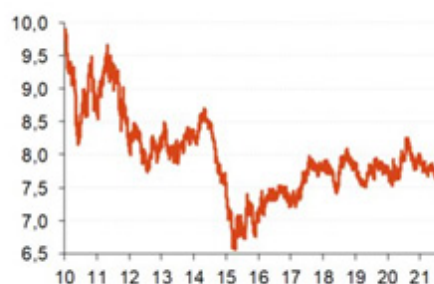
Estabilidad del RMB vs USD y apreciación vs EUR.

Evolución CNY/USD



CNY/USD	
24-sep.-21	6,460
31-ago.-21	6,461
Variación	0,0%
31-dic.-20	6,527
Variación	1,0%
4-feb.-20	6,999
Variación	8,3%
31-dic.-19	6,963
Variación	7,8%

Evolución CNY/EUR



CNY/EUR	
24-sep.-21	7,583
31-ago.-21	7,626
Variación	0,6%
31-dic.-20	8,003
Variación	5,5%
4-feb.-20	7,725
Variación	1,9%
31-dic.-19	7,815
Variación	3,1%

Luego está lo que podríamos comparar con la tensión en medicina. Si hablamos de medir la tensión financiera de un país, un dato muy importante es la relación entre la deuda pública y el PIB.

Ciertamente en este caso estamos hablando de un problema de deuda privada, pero la capacidad de un país para hacer frente a los desmanes de sus particulares o empresas tiene mucho que ver con su margen de acción a nivel público. Y más en una economía cuasi pública como la China.

Y China tiene un ratio deuda / PIB del 70 %, es decir, muy diferente al que tenían

EE.UU. o los países del sur de Europa cuando la crisis financiero inmobiliaria de los años 2008 y 2009. A eso hay que añadir que China tiene un nivel de reservas absolutamente excepcional si se compara con la mayoría de las grandes economías del mundo. Evidentemente todo eso también se les pasó a los de “que viene el Lehman chino”.

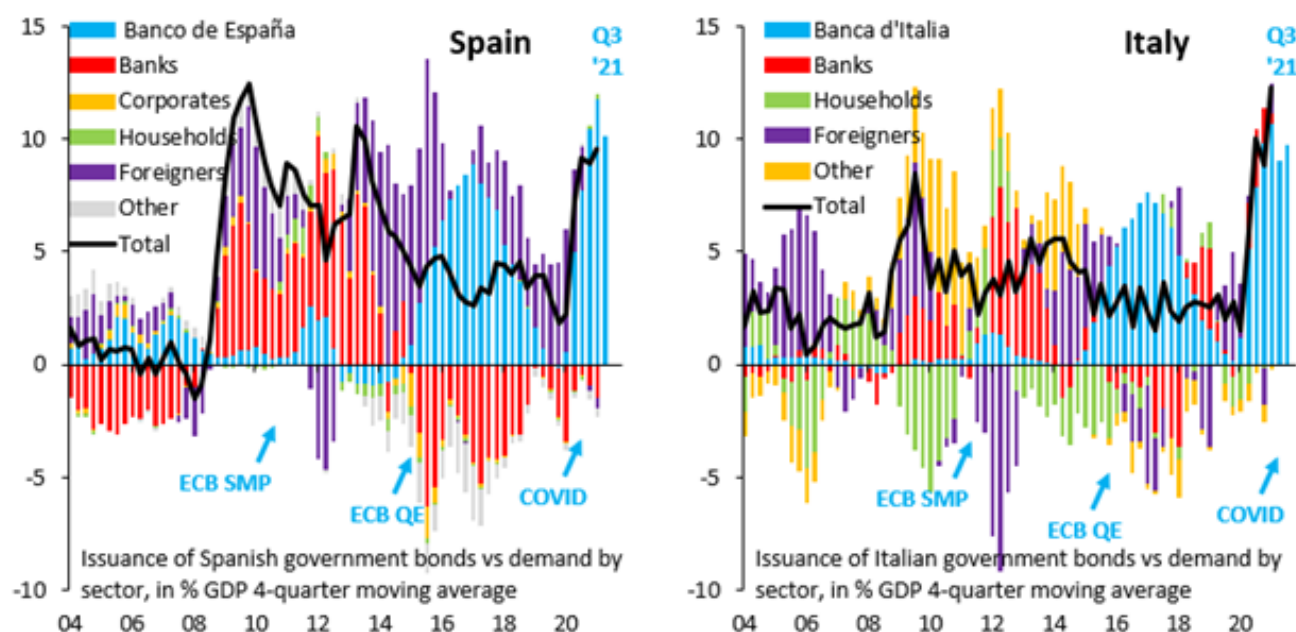
Pero es la divisa el indicador adelantado más interesante en el caso de China. En un país así, cuando los que están mejor informados huelen problemas serios, lo primero que hacen es vender activos en divisa local y comprar dólares (también en menor medida euros).

La gasolina que llega a las bolsas

A partir de ahora a los mercados les va a llegar menos “gasolina” en forma de liquidez que inyectan los bancos centrales. Afortunadamente a la renta variable le va a llegar otro tipo de gasolina: parte del dinero que saldrá de la renta fija y que se dirigirá seguramente al sector inmobiliario y, en menor medida, a las bolsas. Al que habrá que añadir el que saldrá de los depósitos una vez disminuya el nivel de miedo que ha supuesto sumar la pandemia a la crisis económica de la década anterior.

El dinero tiene que tener rentabilidad, aunque sea poca. Pero a partir de ahora, y salvo que se materialice el escenario número 5 del primer capítulo de este “Cuaderno”, los bancos centrales van a dejar de comprar bonos y con ellos se irá el mayor comprador de bonos del mundo. Tanto es así que, como podemos ver por ejemplo en el gráfico n.º 2, en el caso del BCE es casi el único comprador de bonos italianos y españoles (y el mayor comprador de bonos europeos en general).

Gráfico n.º 2: El BCE es casi el único comprador de bonos españoles e italianos



Fuente: @RobinBrooksIIF & @dlacalle

En el gráfico vemos que el BCE compra a través del Banco de España o el de Italia, representados en azul. El resto de colores serían bancos en general, empresas, familias, etc.

Como puede verse, hace tiempo que el azul no es ya que predomine: es que es el único color. No es extraño por lo tanto que el BCE no sepa muy bien cómo iniciar el “tapering” (reducción de compras): a poco que deje de comprar, el impacto en el precio de los bonos será muy fuerte. Y no parece que haya mucha gente dispuesta a sustituirle comprando bonos con rentabilidad real negativa o “cero coma”, como ya anticipamos en estos cuadernos.

Con la Fed ocurre algo parecido, aunque no tan exagerado. Compran aproximadamente el 60 % de los bonos soberanos y municipales norteamericanos que salen al mercado, es decir, una cantidad inmensa. Imaginen cuando se retiren del todo, que será a mediados del año que viene.

A los mercados les va a llegar menos gasolina de los bancos centrales, pero a las bolsas les va a llegar parte del dinero que saldrá de la renta fija.

En este proceso irá saliendo dinero a mansalva de fondos de renta fija y planes de pensiones de renta fija, huyendo de su rentabilidad negativa. Una parte irá a fondos mixtos o directamente a fondos de renta variable. Es la forma en la que entrará nueva “gasolina” en las bolsas.

El dinero también irá saliendo de los depósitos, pero será poco el que vaya a las bolsas, porque, al menos en Europa, se trata de dinero muy conservador. Pero no será la primera vez que, viendo las rentabili-

dades bursátiles —y en los 10 últimos años están siendo espectaculares— muchos inversores se animen a poner “un poco” de dinero en renta variable. Y muchos “pocos” hacen mucho.

No es extraño que el BCE no sepa muy bien cómo iniciar el “tapering”: a poco que deje de comprar, el impacto en el precio de los bonos será muy fuerte.

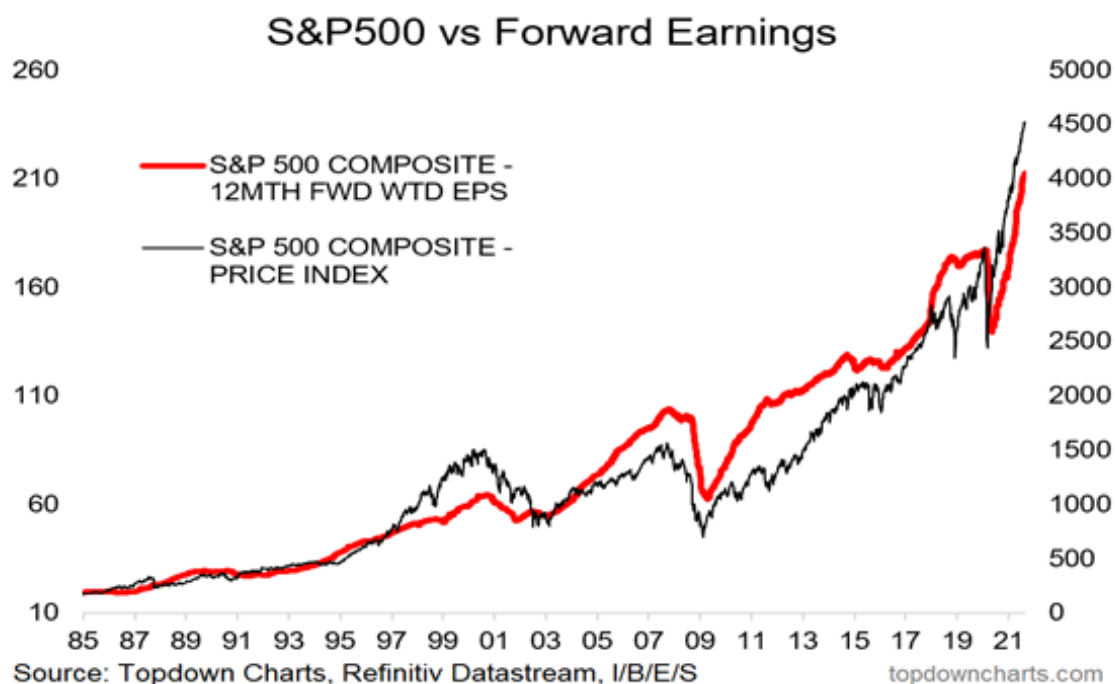
¡Son los ingresos, estúpido!

Lo peor de un análisis es que sea incompleto. Muchos estrategas y economistas de bancos y sociedades de valores llevan años diciendo que la subida del SP 500 es insostenible. Pero eso es porque solo se fijan en la pendiente de la curva del índice y no han hecho un análisis

en profundidad del verdadero motor de la cotización de una empresa: los ingresos.

Vayamos al gráfico n.º 3. Si además de la línea negra que representa la evolución del índice SP 500 miramos la línea roja, que es la estimación a 12 meses vista de las ganancias de las empresas que componen el índice, la cosa cambia.

Gráfico n.º 3 : Índice SP 500 y estimación de ingresos de las empresas cotizadas



Fuente: Topdown Charts, Refinitiv Datastream, IBES

La línea roja representa lo que el consenso de analistas de empresas —no confundir con estrategias o analistas del mercado— piensa que van a ganar las sociedades que componen el índice dentro de 12 meses.

Hay que aclarar que normalmente —y especialmente en los últimos tiempos— esas predicciones no suelen ser en absoluto optimistas, más bien todo lo contrario: se suelen quedar por debajo de lo que luego ocurre en la realidad.

Hace años que las estimaciones de ingresos que realizan los analistas no son en absoluto optimistas, más bien al contrario. También les influye lo de “la burbuja” y “la crisis”

Esto se debe, en primer lugar, a que en los últimos años lo que más peso tiene en la redes y en los mercados es la visión pesimista del futuro, ya sea en forma de la burbuja que va a explotar o de la crisis que va a llegar. Tengan en cuenta que eso es de lo que hablan los economistas a los que leen y siguen los analistas. Y los analistas de empresas no son inversores, son más bien contables. Su tendencia es conservadora por naturaleza a la hora de realizar predicciones.

El segundo motivo es que las empresas suelen dar una información tirando a pesimista, para que cuando se conozcan los resultados reales, la sorpresa sea positiva y tire del valor al alza. Son cosas de sobra conocidas en el mercado.

Por lo tanto, si la línea roja del gráfico representa esas estimaciones a 12 meses vista y su pendiente es muy parecida a la del SP 500, significa lisa y llanamente que desde hace mucho tiempo las empresas americanas ganan más dinero año tras

año y que la bolsa no ha hecho más que reflejarlo, unas veces por las expectativas y otras por la confirmación positiva de esas expectativas. La excepción ha sido lógicamente la pandemia, donde vemos cómo corrigen tanto el índice como las estimaciones.

Pero mientras esas estimaciones sean al alza y se vayan cumpliendo como hasta la fecha, no hay ningún motivo para que el SP 500 cambie de tendencia. Si una empresa gana cada año más dinero, la subida de su cotización está justificada. Y más todavía si se cumplen sus expectativas de ingresos. Y si esas expectativas son muy

altas y también se cumplen, es lógico que suba espectacularmente la cotización.

Evidentemente, si esas estimaciones de ingresos empezaran a decaer o a no cumplirse, entonces esa pendiente alcista deberá corregir. Por eso lo que hay

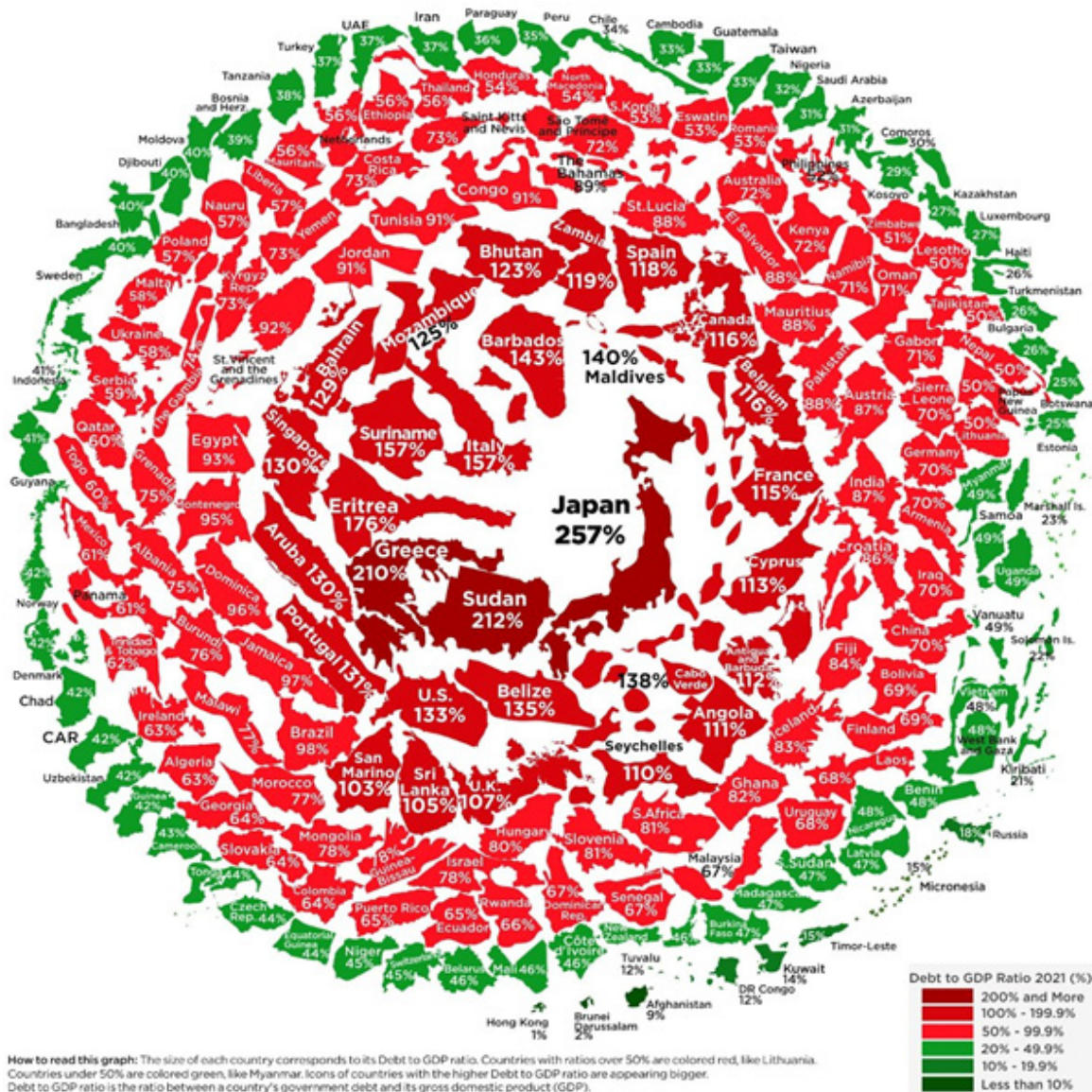
que vigilar son las estimaciones de beneficio que hacen los analistas para las empresas y, sobre todo, si se van cumpliendo o no.

La pendiente de la subida de un índice se justifica o no en función de cuáles sean las ganancias de las empresas que cotizan en ese índice. Y si cumple las expectativas.

Renta fija

La espiral de la deuda

Gráfico n.º 4: Ratio PIB – Deuda, a nivel global



How to read this graph: The size of each country corresponds to its Debt to GDP ratio. Countries with ratios over 50% are colored red, like Lithuania. Countries under 50% are colored green, like Myanmar. Icons of countries with the higher Debt to GDP ratio are appearing bigger.

Article & Sources:
<https://howmuch.net/articles/state-of-the-worlds-government-debt-2021>
 International Monetary Fund (IMF) - <https://www.imf.org/>

howmuch.net

Fuentes: WinSmart, IMF, <https://howmuch.net/articles/state-of-the-worlds-government-debt-2021>

El gráfico n.º 4 es realmente interesante y puede llegar a tener una enorme importancia si en el futuro, y como esperamos, se complica la evolución en el precio de los bonos.

El mundo nunca ha estado tan endeudado. En paralelo, la financiación de esa deuda nunca ha sido tan barata. Y esto no es porque hayan desaparecido todas las reglas del mercado, sino por las compras masivas de bonos de los bancos centrales.

Desde el año 2008, primero para hacer frente a la crisis financiera y luego a la pandemia, los bancos centrales se han dedicado a inyectar dinero a mansalva en todas las economías del mundo.

La forma en la que inyectan ese dinero es comprando bonos, con la esperanza de que el que vende el bono luego dedique ese dinero al crédito, a montar un negocio o a cualquier otra actividad productiva. En realidad mucho de ese dinero se queda en los mercados, lo cual potencia la subida artificial del precio de los bonos.

La espada de Damocles que se cierne sobre los mercados de bonos caerá el día que los bancos centrales dejen de inyectar dinero. Y no les quiero decir si además la inflación se mantiene en niveles altos como los actuales, porque en ese caso los tipos de interés que financian todas esas deudas resultarán absolutamente ridículos medidos en términos de rentabilidad real, es decir, la rentabilidad con la que se compró el bono, menos la inflación. Y todos los bonos que se han comprado en los últimos años se han comprado con una rentabilidad bajísima en términos históricos —la más baja de la historia, de hecho—, e incluso negativa.

Imaginen por ejemplo lo que valdrá ese bono español comprado con una rentabi-

lidad del 0,30 % si la inflación se queda en el 4 %. Aunque bajara al 3 % seguiría siendo una rentabilidad real absolutamente ridícula. Y, por supuesto, negativa.

Pero cuando vuelva a funcionar el mercado, habrá matices. Lo lógico es que aguanten mejor los bonos de los países que estén menos endeudados y/o tengan mayor calidad crediticia.

Por ejemplo, Japón se puede permitir tener un ratio de deuda sobre su PIB del 257 %, porque es un país muy rico y con una población muy ahorradora. Tiene una alta calidad crediticia. Pero en cambio es posible que los bonos de un país como Grecia, con una ratio similar, lo pasen bastante peor. Tendría el apoyo del BCE, pero ya no sería como el que tiene actualmente gracias al QE masivo en vigor.

Muchos asesores españoles han estado recomendando fondos de renta fija emergente, que tuvieran un cupón mayor que la europea. Podrían llevarse la peor parte.

También podrían pasarlo bastante mal los mercados emergentes. Imagínense los países latinoamericanos. Si en Estados Unidos suben los tipos de interés como consecuencia de la caída del precio de los bonos (1), es decir, se empieza a remunerar mucho mejor el dinero, en los países latinoamericanos tendrán que subir los tipos de interés de sus bonos si quieren que alguien los compre. Y eso hace caer el precio (1).

La conclusión es evidente: hay que revisar la composición de la cartera de fondos de inversión de renta fija o poner en práctica las recomendaciones de un asesor que haya tenido o esté teniendo en cuenta este grave problema potencial.

Tenga en cuenta que la mayoría de gestores y asesores españoles, en su búsqueda

de cupón, han estado recomendando renta fija emergente de muy baja calidad crediticia. Esos fondos son los que van a estar en pleno huracán cuando se generalice el “tapering” —reducción de compras de bonos por parte de los bancos centrales— y luego se pase al “closing”, es decir, al cierre definitivo del grifo.

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 a 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.nextep-finance.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.